

# 海外龙头 TMT 公司业绩启示

## 资本开支进一步上行，半导体表现占优趋势或延续

回顾海外龙头 TMT 公司 4Q25 业绩，我们观察到：1) AI 继续推动互联网公司主业加速增长，云业务方面，强劲的需求带动基础设施云厂商 4Q25 合计营收同比增长加速至 30.0% (3Q25: 25.7%; 4Q24: 20.7%)；广告业务方面，AI 拉动 Meta 及谷歌广告收入增长均有加速；2) 基于强劲的外部需求及现有业务革新需求，龙头互联网及云厂商进一步上调 FY26 资本开支预期，进一步支撑半导体厂商业绩景气度展望上行的同时引发市场对其投入效率的增量担忧，在行业估值普遍较高的情况下，市场开始更加关注盈利增长确定性及 AI 投入 ROI。行业配置视角下，我们认为半导体及产业链公司整体表现相较软件板块占优的趋势或将在短期延续。尽管软件板块的估值已经在市场对其护城河稳固性的担忧中有所回调，估值修复或展现分化趋势，建议关注有能力向混合收费模式转型、护城河稳固、在生成式 AI 时代有望实质性受益从而带动营收/订单增长重新加速的公司。互联网板块方面，我们目前不担心美股头部科技公司过度投资风险，预计 FY26 收入与盈利增速、现金流与净现金水平仍有望较好支撑估值。建议关注微软、Meta、Datadog、亚马逊、谷歌。

- **软件：估值修复或展现分化趋势，着眼长期护城河稳固性。**标普 500 软件与服务行业指数年初至今下跌 20%，跑输标普 500 指数 20 个百分点。我们认为主要原因为投资者对于软件板块的两大担忧被放大：1) AI 应用落地将颠覆传统按席位收费的商业模式；2) AI 大模型厂商破坏软件公司护城河；而二者均会影响到软件公司的估值。我们认为尽管软件厂商短期营收增长受到影响的程度或有限，在大模型厂商对软件行业的竞争或将在长期存续的背景下，估值修复或将展现分化趋势。长期看，越像工具的 SaaS 厂商估值或越容易受到挤压，而越基于结果闭环/交易闭环/治理闭环的 SaaS 公司越不容易被 AI 应用所取代，反而将受益于 AI 发展浪潮。建议关注有能力向混合收费模式转型、护城河稳固、在生成式 AI 时代有望实质性受益从而带动营收/订单增长重新加速的公司。
- **半导体：AI 资本开支可持续+盈利兑现驱动股价增长，估值仍在合理区间。**自 2025 年以来，海外半导体板块持续跑赢大盘（标普 500 半导体及设备指数上涨 40.4% vs. 标普 500 上涨 15.8%），显示市场定价锚点正由库存周期转向 AI 驱动的结构成长性成长与产能前置。估值虽自低位修复，但以过去三年平均前瞻 P/E 约 24.5x 为参照仍在均值附近，阶段性波动更多来自政策与风险溢价扰动，而非盈利预期的系统性下修。驱动端上，海外云厂商资本开支持续增长：谷歌/微软/Meta/亚马逊/甲骨文 2025 年合计约 4,200 亿美元、2026 年据彭博一致预期将超 6,000 亿美元，未来 12 到 24 个月仍处高投入+高交付的紧平衡，市场关注点将逐步从算力到位率迁移至投入回报效率与 ROIC 改善路径。
- **AI 驱动收入加速增长，而利润端影响或在 FY26 进一步显现。**2024-26 年 AI 投入的三年周期中，美国头部科技公司 (M7) 合计投入资本开支约 1.2 万亿美元。我们观察到：1) AI 成为美国头部科技公司收入增长加速的重要驱动力，整体收入增速由 2024 年的 12% 提升至 2026E 年的 17%，并支撑运营利润维持稳健增长；2) 资本开支将通过折旧费用的显著增加反映到公司 FY26E 利润端，在不同综合折旧期限 (7-10 年) 及不考虑 AI 投入对收入积极影响的简单假设前提下，此轮资本开支对 2026 年整体运营利润的影响范围大致在 11-14% 的区间，对于整体运营利润率 (31%) 的影响范围大致在 4-5 个百分点。但在考虑 AI 投入对收入的积极影响及带来的增量成本节省后，利润端及利润率端的影响或将被有效稀释。

优于大市  
(维持)

### 海外 TMT

#### 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

#### 张元圣

(852) 3761 8727

kevinzhang@cmbi.com.hk

#### 相关报告：

1. [Salesforce \(CRM US\) - Inline 4QFY26 results: strong AgentForce momentum to support 2HFY27 reacceleration - 27 Feb 2026](#)
2. [Palo Alto Networks \(PANW US\) - Results beat: AI-related security brings new waves of growth opportunity - 20 Feb 2026](#)
3. [Coinbase \(COIN US\) - 4Q25 results: navigate short-term headwinds amid soft crypto market sentiment - 16 Feb 2026](#)
4. [Datadog \(DDOG US\) - Robust usage growth to drive solid revenue growth outlook - 11 Feb](#)
5. [Amazon \(AMZN US\) - Growth story unchanged with acceleration in AWS revenue growth better than expectation - 9 Feb 2026](#)
6. [Alphabet \(GOOG US\) - 4Q25 results: AI continues to drive strong search and cloud business performance - 5 Feb 2026](#)
7. [ServiceNow \(NOW US\) - 4Q25 results: solid AI business and margin expansion - 30 Jan 2026](#)
8. [Microsoft \(MSFT US\) - Results beat: long-term structural growth story remains unchanged - 30 Jan 2026](#)
9. [Meta \(META US\) - 4Q25 results beat: AI continues to drive ad business growth - 29 Jan 2026](#)
10. [中国互联网 - AI 应用商业化快速落地 - 14 Jan 2026](#)
11. [半导体 - 2026 展望: AI 主题持续领航; 2026 循光前行 - 15 Dec 2025](#)
12. [中国互联网 - 2026 展望: 承前启后, 关键之年 - 9 Dec 2025](#)
13. [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 - 9 Dec 2025](#)

## 目录

### 4Q25 业绩总结及投资建议：关注盈利增长确定性及 AI 投资 ROI.... 3

资本开支展望：增量投入驱动收入加速增长，利润端影响或进一步显现 ..... 7

### 软件：估值修复或展现分化趋势，着眼长期投资价值..... 11

头部互联网软件公司 AI 商业化进展：拉动云计算与广告业务持续加速 ..... 18

股票推荐：关注短期市场情绪反应过度但长期投资逻辑仍稳固的公司 ..... 20

微软 (MSFT US; 买入; 目标价: 614.60 美元)：长期结构性增长逻辑不改 ..... 20

Meta (META US; 买入; 目标价: 880.0 美元)：AI 持续推动广告业务强劲增长，FY26 盈利能见度提升 ..... 23

Datadog (DDOG US; 买入; 目标价: 196.9 美元)：使用量增长强劲推动稳健营收增长前景 ..... 25

亚马逊 (AMZN US; 买入; 目标价: 292.0 美元)：增长逻辑不变，AWS 收入增速加速超预期 ..... 27

谷歌 (GOOG US; 买入; 目标价: 396.0 美元)：AI 拉动云及核心搜索业务强劲增长 ..... 29

### 半导体：海外 AI 资本开支强化下维持结构性景气，指数跑赢大盘但估值仍处合理区间 ..... 31

AI 资本开支由阶段扩张转向系统性配置 ..... 33

晶圆厂与设备共振：高位需求在制造与设备端形成跨环节验证 ..... 34

台积电 (TSM US, 未评级)：AI 盈利能力验证，资本开支进入前瞻配置阶段 ..... 34

阿斯麦 (ASML US, 未评级)：设备订单结构改善，晶圆厂资本开支覆盖面扩大 ..... 34

泛林集团 (LRCX US, 未评级)：业绩维持高位，映射晶圆厂资本开支向工艺环节深化 ..... 35

光互连成为系统级约束变量，配置强度持续上行 ..... 37

Lumentum (LITE US, 未评级)：AI 光互连需求加速释放，器件扩产与定价能力同步强化 ..... 38

Coherent (COHR US, 未评级)：订单可见度外溢至中期，InP 扩产兑现强化盈利弹性 ..... 39

算力端：资本开支高位运行，GPU 格局稳定，ASIC 参与度提升，竞争进入新阶段 .... 41

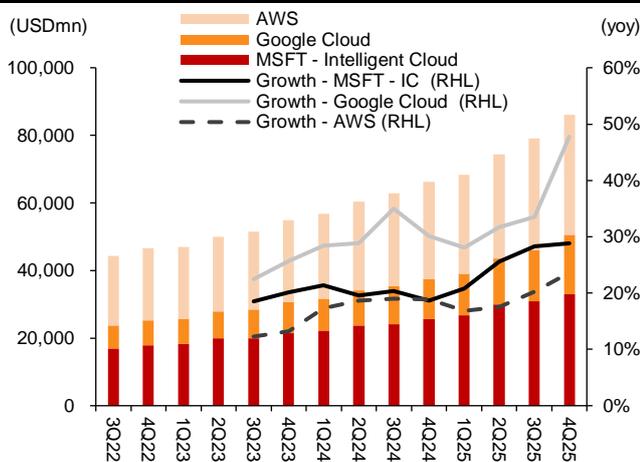
英伟达 (NVDA US, 未评级)：龙头地位继续稳固，Blackwell 全面放量，网络连接构筑护城河，竞争进入“代币经济”新周期 ..... 42

## 4Q25 业绩总结及投资建议：关注盈利增长确定性及 AI 投资 ROI

在 4Q25 美国龙头互联网公司的业绩中，我们看到：1) AI 继续推动公司主业加速增长，云业务方面，强劲的 AI 云需求带动基础设施云厂商 4Q25 合计营收同比增长加速至 30.0% (3Q25/2Q25: 同比增长 25.7%/23.1%)；广告业务方面，得益于 AI 提升用户参与度以及广告效果，Meta 及谷歌广告收入同比增长均有所加速，尤其 Meta 对于 1Q26 及 FY26 广告收入增长展望积极；2) AI 投入导致 FY26 资本开支指引显著超预期，亚马逊/谷歌/Meta 指引 FY26 资本开支 2,000 亿/1,750-1,850 亿/1,150-1,350 亿美元，同比增长超 50%/90%/60%。投资者更加关注 FY26 盈利增长确定性及 AI 投入的 ROI，推动业绩确定性提升以及广告收入显著加速的 Meta 在业绩后相对跑赢。

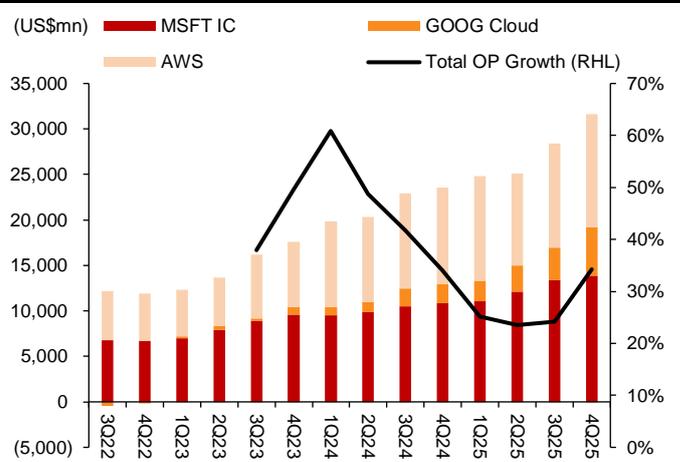
我们目前不担心美股头部科技公司过度投资的风险，认为龙头公司 FY26 收入增速、盈利增速、现金流与净现金水平仍有望较好支撑其当前估值。板块中我们首推：1) 短期盈利增长确定性较高的标的，如微软 (MSFT US，估值或已较为充分反映市场对于云业务营收增速放缓及 AI 或重构软件板块的担忧，但 FY26 经营利润或仍有望同比增长 19%)、Meta (META US，短期盈利下修风险小，AI 对广告业务赋能显著，估值更具备吸引力) 和亚马逊 (AMZN US，供给受限缓和情况下云业务营收加速趋势有望延续，经营利润稳健增长有望为股价提供支撑)；2) 长期 AI 相关投资能有效拉动营收和盈利增长的公司，如 Datadog (DDOG US，受益于数字化转型与云迁移的长期行业趋势，AI 原生客户持续带来增量，公司交叉销售及升级销售趋势稳健)、谷歌 (GOOG US，基本面稳健，但当前估值水平下风险收益比相对平衡)。

图 1：美国云厂商：云业务单元营收增速



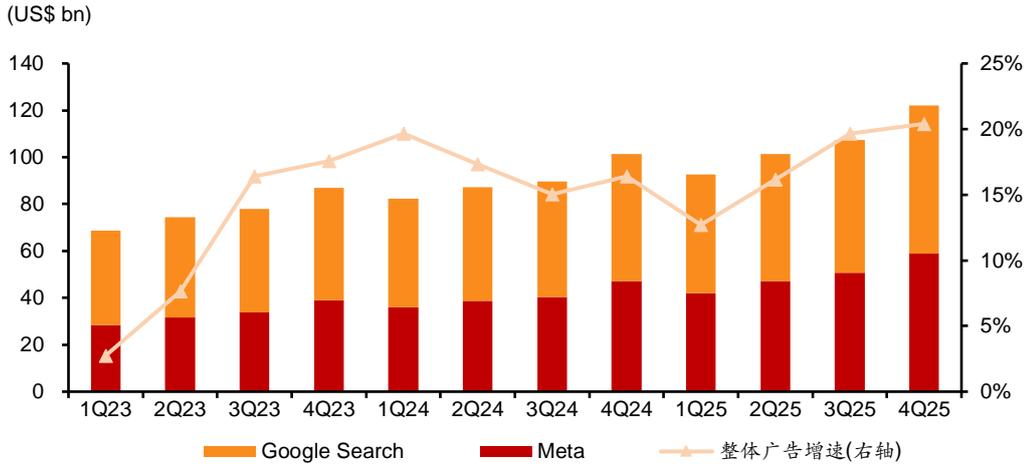
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

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

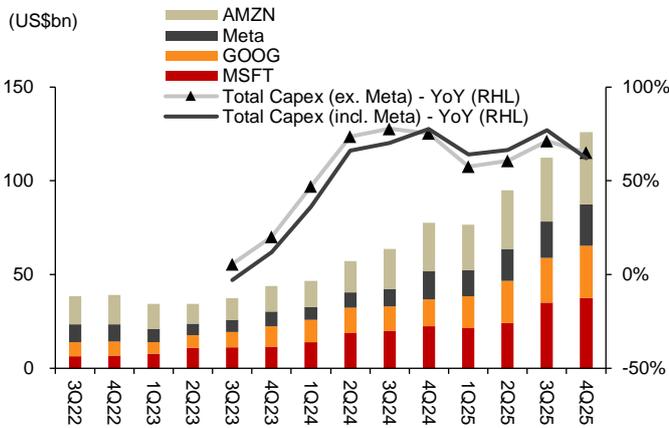
图 3: 美国广告平台: 广告营收趋势



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

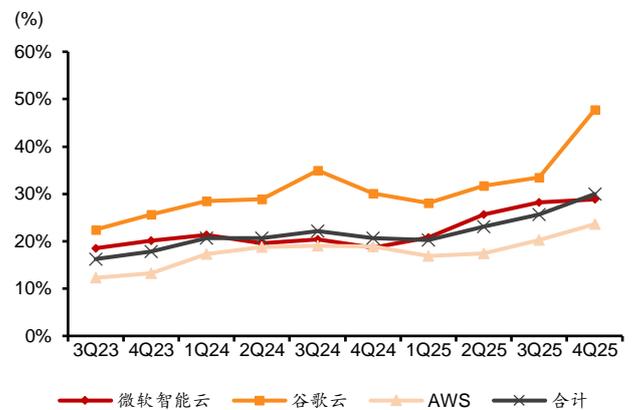
4Q25 微软、谷歌、亚马逊、Meta 的资本开支 (公司口径, 含融资租赁) 合计 1,260 亿美元, 同比增长 62% (3Q25: 77%; 2Q25: 67%)。我们认为对于云厂商而言, 短期或仍然不需担心 AI 过度投资的风险, 主因投资仍在满足相对短期的确定性需求。此外, 我们认为云厂商资本开支投入方向仍合理 (ie: 电力基础设施、芯片、数据中心), 即使未来出现过度投资的迹象, 公司也有能力将资本开支的存量能力复用于公司内部降本增效的增量探索和其他方向的二次变现。

图 4: 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 5: 美国云厂商: 云业务利润率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

1) 微软 (MSFT US; 买入; 目标价: 614.60 美元): 我们认为, 微软的业绩持续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。我们认为公司对 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高效的盈利增长。我们预测公司 FY26 经营利润将同比增长 19.0%, 得益于智能云板块及生产力和商业流程板块的经营利润稳健增长驱动。我们基于现金流折现的目标价为 614.6 美元, 对应 35/31 倍 26/27 财年预期市盈率。“买入”评级。

- 2) **Meta (META US; 买入; 目标价: 880.0 美元)**: Meta 公布了好于预期的 4Q25 业绩, 叠加管理层对于 FY26 较为积极的展望, 支撑了公司的估值修复: 1) 4Q25 总收入同比增长 24%, 净利润同比增长 9%。管理层指引 1Q26 总营收同比增长 26%-34% 至 535 亿-565 亿美元, 中值较一致预期高 8%。2) 管理指引 FY26 总费用 1,620 亿-1,690 亿美元 (同比增长 38%-44%), 但同时预计 FY26 营业利润仍将实现正增长, 即隐含 FY26 总营收同比增速将超 22%, AI 对于广告业务的赋能将在 FY26 延续, 缓解部分投资者对于 FY26 盈利的担忧。3) 公司当前现价仅对应约 20x FY26E PE, 相较谷歌 26x 仍有折让, 收入增长加速且盈利确定性提升有望支撑后续估值修复。“买入”评级。
- 3) **Datadog (DDOG US; 买入; 目标价: 196.9 美元)**: Datadog 4Q25 总营收 9.532 亿美元, 同比增长 29.2% (4Q24: 25.1%; 3Q25: 28.4%), 主要受非 AI 客户收入增长加速 (由 3Q25 的 20% 同比增长提升至 4Q25 的 23%) 以及 AI 原生客户需求旺盛驱动; 管理层指出非 AI 客户收入加速增长的趋势在 2026 年 1 月延续, 并指引 1Q26 总营收同比增长 25%-26% (1Q25: 25%)。基于针对 AI 原生客户群体较为审慎的营收增长假设, 管理层给出 2026 年全年营收增长指引为 18%-20%, non-GAAP 营业利润率为 20%-22%。我们认为数字化转型与云迁移的长期行业趋势不可逆, 加之 Datadog 强大的交叉销售能力与海外扩张潜力, 我们对其长期业务发展潜力持乐观态度, 目标价为 196.9 美元, 基于 16.3 x 2026 年 EV/Sales (前值: 16.6 倍), 处于近两年均值加一个标准差水平。“买入”评级。
- 4) **亚马逊 (AMZN US; 买入; 目标价: 292.0 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好于市场预期, 尽管大幅增长的资本开支指引 (2026 年 2,000 亿美元, 同比增长超过 50%) 引起市场对于公司现金流水平的担忧 (2025/2026E 经营现金流 1,400 亿/1,820 亿美元), 但公司 AWS 业务在手订单储备增长迅速 (4Q25 订单储备 2,440 亿元, 同比增长 40%), 且公司积极建设电力基础设施环节供给端压力或预示云业务营收增速将在未来几个季度存在进一步提速空间。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 2026 年公司的营业利润将同比增长 22%。我们每 ADS 292.0 美元的目标价基于 17.3 倍 2026E EV/EBITDA, 与两年交易均值一致。“买入”评级。
- 5) **谷歌 (GOOG US; 买入; 目标价: 396.0 美元)**: AI 持续驱动谷歌核心搜索业务以及云业务超预期增长, 4Q25 谷歌云业务同比增长 48%, 环比加速 14 个百分点, 同时在手订单金额同比增长超 100% 至 2,400 亿美元。尽管部分投资者对公司 FY26 较快的资本开支 (资本开支 1,750-1,850 亿美元, 同比增长 91%-102%) 以及费用增长存在担忧, 但我们认为在 AI 的驱动下, FY26 谷歌搜索和云业务的强劲表现将驱动公司营业利润的稳健增长。我们预计谷歌 FY26 云业务同比增长 42%, 运营利润同比增长 20%。我们看好谷歌依托其垂直整合的 AI 解决方案, 持续巩固在 AI 时代的行业领先地位。“买入”评级。

图 6: 美股头部科技公司估值

公司	股票代码	股价 (美元)	市值 (百万美元)	PE (x)		PS(x)		EPS CAGR 25-27E
				FY26E	FY27E	FY26E	FY27E	
英伟达	NVDA US	185.4	4,505,463	39.3	23.8	21.1	13.6	93%
谷歌	GOOG US	323.1	3,907,043	27.6	23.0	9.8	8.5	17%
微软	MSFT US	401.1	2,978,717	23.8	21.1	9.1	7.9	19%
亚马逊	AMZN US	210.3	2,257,769	21.6	18.3	2.8	2.5	16%
Meta	META US	661.5	1,673,730	19.6	16.5	6.7	5.7	13%
特斯拉	TSLA US	411.1	1,542,662	NA	NA	14.9	12.7	-10%
Netflix	NFLX US	82.2	347,062	25.4	21.2	6.8	6.1	25%
Palantir	PLTR US	135.9	323,770	NA	NA	45.8	32.2	87%
Salesforce	CRM US	191.4	179,295	15.9	14.2	4.3	3.9	18%
PANW	PANW US	159.3	111,046	40.3	35.7	10.5	9.3	20%
奥多比	ADBE US	268.4	110,170	11.6	10.5	4.2	3.9	8%
<b>总平均</b>				<b>25.0</b>	<b>20.5</b>	<b>12.4</b>	<b>9.7</b>	

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 截至 2026 年 3 月 2 日

## 资本开支展望：增量投入驱动收入加速增长，利润端影响或进一步显现

在 2024-2026E 年 AI 投入周期中，美国头部科技公司（M7）合计投入资本开支约 1.2 万亿美元。我们观察到：1) AI 成为美国头部科技公司收入增长加速的重要驱动力，整体收入增速由 2024 年的 12% 提升至 2026E 年的 17%，同时支撑运营利润维持稳健增长；2) 资本开支将通过折旧费用的显著增加反映到公司 FY26E 利润端，在不同综合折旧期限假设下（7-10 年）+ 不考虑 AI 投入对收入积极影响的前提下，此轮资本开支对 2026 年整体运营利润的影响范围大致在 11-14% 的区间，对于整体运营利润率（31%）的影响范围大致在 4-5 个百分点；3) 而在考虑 AI 投入对收入的积极影响及带来的增量成本节省后，利润端及利润率端的影响将被有效稀释。

AI 已成为美国头部科技公司重要的收入与盈利增长驱动力。自 2023 年以来，美国头部科技公司总收入增速已从 2023 年的 8% 持续加速至 2026E 年的 17%。经营利润增速受 AI 相关投入增加的影响有所波动，但整体经营利润预计在 2026E 年仍然能够维持较为健康的成长趋势（同比增长 23%，剔除英伟达则同比增长 17%），相较 2023 年亦有所加速（同比增长 12%，剔除英伟达则同比增长 14%）。

图 7: 美股 M7 公司营收及经营利润增速

(十亿美元)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>营收</b>					
英伟达	27.0	60.9	130.5	213.5	330.4
苹果	383.3	391.0	416.2	462.1	492.7
谷歌	256.5	295.1	342.9	399.9	460.3
微软	211.9	245.1	281.7	327.5	378.1
亚马逊	574.8	638.0	716.9	802.2	895.4
Meta	134.9	164.5	201.0	248.4	294.1
特斯拉	96.8	97.7	94.8	103.7	121.8
<b>同比增速</b>					
英伟达	0.2%	125.9%	114.2%	63.6%	54.7%
苹果	-2.8%	2.0%	6.4%	11.0%	6.6%
谷歌	9.7%	15.1%	16.2%	16.6%	15.1%
微软	6.9%	15.7%	14.9%	16.2%	15.5%
亚马逊	11.8%	11.0%	12.4%	11.9%	11.6%
Meta	15.7%	21.9%	22.2%	23.6%	18.4%
特斯拉	18.8%	0.9%	-2.9%	9.4%	17.4%
<b>营收合计</b>	<b>1,685.1</b>	<b>1,892.3</b>	<b>2,184.0</b>	<b>2,557.4</b>	<b>2,972.8</b>
<b>同比增速</b>	<b>7.6%</b>	<b>12.3%</b>	<b>15.4%</b>	<b>17.1%</b>	<b>16.2%</b>
<b>经营利润</b>					
英伟达	4.2	33.0	81.5	134.7	221.9
苹果	114.3	123.2	133.1	149.3	159.9
谷歌	84.3	112.4	129.0	157.9	192.1
微软	88.5	109.4	128.5	151.6	174.7
亚马逊	36.9	68.6	80.0	99.6	122.8
Meta	46.8	69.4	83.3	87.2	102.7
特斯拉	8.9	7.1	4.4	6.3	9.4
<b>同比增速</b>					
英伟达	-57.9%	680.6%	147.0%	65.4%	64.7%
苹果	-4.3%	7.8%	8.0%	12.2%	7.1%

谷歌	12.6%	33.3%	14.8%	22.4%	21.7%
微软	6.2%	23.6%	17.4%	17.9%	15.2%
亚马逊	200.9%	86.1%	16.6%	24.6%	23.2%
Meta	61.5%	48.4%	20.0%	4.7%	17.8%
特斯拉	-34.9%	-20.4%	-38.5%	44.8%	49.7%
<b>经营利润合计</b>	<b>383.8</b>	<b>523.1</b>	<b>639.7</b>	<b>786.7</b>	<b>983.6</b>
<b>同比增速</b>	<b>12.1%</b>	<b>36.3%</b>	<b>22.3%</b>	<b>23.0%</b>	<b>25.0%</b>

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：1) 截至2026年2月9日；2) 微软、英伟达采用FY23-27E数据对比

同时，美国头部科技公司持续加大资本开支，预计2026E整体资本开支（彭博一致预期口径）到6,182亿美元，同比增长62%。资本开支的持续增加对美国头部科技公司自由现金流产生一定压力，整体自由现金流/总收入比率由2024年的20%降至2026E年的14%。尤其是特斯拉（-2%）、亚马逊（1%）、Meta（4%）自由现金流比率已降至5%以下。

图8: 美股M7公司资本开支及自由现金流趋势

(十亿美元)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>资本开支</b>					
英伟达	1.8	1.1	3.2	5.9	7.2
苹果	11.0	9.4	12.7	13.7	15.6
谷歌	32.3	52.5	91.4	180.4	169.3
微软	28.1	44.5	64.6	104.9	123.8
亚马逊	52.7	83.0	131.8	174.9	196.4
Meta	27.3	37.3	69.7	121.7	138.9
特斯拉	8.9	11.3	8.5	16.5	15.6
<b>同比增速</b>					
英伟达	87.8%	-41.7%	202.7%	83.6%	21.5%
苹果	2.3%	-13.8%	34.6%	7.6%	13.7%
谷歌	2.4%	62.9%	74.1%	97.3%	-6.2%
微软	17.7%	58.2%	45.1%	62.5%	18.0%
亚马逊	-17.2%	57.4%	58.8%	32.7%	12.3%
Meta	-13.3%	36.6%	87.1%	74.7%	14.1%
特斯拉	24.3%	27.4%	-24.8%	94.0%	-5.6%
<b>资本开支合计</b>	<b>162.0</b>	<b>239.1</b>	<b>382.0</b>	<b>618.2</b>	<b>666.8</b>
<b>同比增速</b>	<b>-4.3%</b>	<b>47.6%</b>	<b>59.7%</b>	<b>61.8%</b>	<b>7.9%</b>
<b>自由现金流</b>					
英伟达	3.8	27.0	60.9	97.3	168.6
苹果	99.6	108.8	98.8	134.7	142.1
谷歌	69.5	72.8	73.3	38.8	55.4
微软	64.3	74.1	71.6	71.3	84.4
亚马逊	36.8	38.2	11.2	8.1	38.7
Meta	43.8	54.1	46.1	9.4	20.2
特斯拉	4.4	3.6	6.2	-1.9	2.2
<b>自由现金流/总收入</b>					
英伟达	14.1%	44.4%	46.6%	45.6%	51.0%
苹果	26.0%	27.8%	23.7%	29.1%	28.8%
谷歌	27.1%	24.7%	21.4%	9.7%	12.0%
微软	30.3%	30.2%	25.4%	21.8%	22.3%

亚马逊	6.4%	6.0%	1.6%	1.0%	4.3%
Meta	32.5%	32.9%	22.9%	3.8%	6.9%
特斯拉	4.5%	3.7%	6.6%	-1.8%	1.8%
<b>自由现金流合计</b>	<b>322.2</b>	<b>378.5</b>	<b>368.0</b>	<b>357.8</b>	<b>511.7</b>
<b>自由现金流/总收入</b>	<b>19.1%</b>	<b>20.0%</b>	<b>16.9%</b>	<b>14.0%</b>	<b>17.2%</b>

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：1) 截至 2026 年 2 月 9 日；2) 微软、英伟达采用 FY23-27E 数据对比；3) 数据基于彭博一致预期

自由现金流承压的情况下，我们看到美国头部科技公司开始寻求外部债务融资，但对于头部公司而言，目前整体净负债体量仍然处于较低水平，公司整体资产负债率仍然较为健康（46.0%），且相较 2022 年（56.0%）有所下降，整体债务和利息支出相关风险较为可控。

图 9: 美股 M7 公司净负债趋势

(十亿美元)	2022	2023	2024	2025
<b>净负债</b>				
英伟达	9.0	7.6	2.4	-0.1
苹果	96.4	81.1	76.7	62.7
谷歌	-7.2	-10.8	-12.6	15.8
微软	35.9	12.5	33.3	12.9
亚马逊	13.3	-15.1	-26.2	-21.2
Meta	-4.8	-23.5	-15.1	22.9
特斯拉	-13.2	-11.2	-7.9	-8.1
<b>总负债/总资产（资产负债率）</b>				
英伟达	39.8%	46.3%	34.6%	28.9%
苹果	85.6%	82.4%	84.4%	79.5%
谷歌	29.9%	29.6%	27.8%	30.2%
微软	54.4%	49.9%	47.6%	44.5%
亚马逊	68.4%	61.8%	54.2%	49.8%
Meta	32.3%	33.3%	33.8%	40.6%
特斯拉	44.3%	40.3%	39.6%	39.9%
<b>净负债合计</b>	<b>129.4</b>	<b>40.7</b>	<b>50.7</b>	<b>84.9</b>
<b>总负债/总资产</b>	<b>56.0%</b>	<b>52.1%</b>	<b>48.9%</b>	<b>46.0%</b>

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：1) 截至 2026 年 2 月 9 日；2) 微软、英伟达采用 FY23-27E 数据对比；3) 负数表示净现金

在 2024-2026 年 AI 投入周期中，折旧费用增长对于公司盈利的影响也会逐渐变得更加显著。在不同折旧期限的假设下（7-10 年），此轮资本开支将给美国头部科技公司 2026 年带来 930-1,330 亿美元的折旧费用，对整体运营利润的影响范围大致在 11-14% 的区间，对于整体运营利润率（31%）的影响范围大致在 4-5 个百分点。

我们也指出，此处的测算仅考虑资本开支带来的短期潜在费用影响，未综合考虑 AI 相关投入为收入与利润潜在带来的积极贡献，以及长期的收益。若 AI 能够：1) 推动公司总收入增长加速超过 4-5 个百分点；2) 节省人力相关的运营费用，提升整体利润率水平 4-5 个百分点以上，即可在大幅增加投入的周期中维持运营利润增长的稳定甚至进一步加速，否则需要在更长的周期当中兑现 AI 带来的回报。而在考虑 AI 投入对收入的积极影响及带来的增量成本节省后，利润端及利润率端的影响将被有效稀释。

图 10: 相关折旧费用对于美股 M7 公司 2026E 运营利润影响测算

(十亿美元)	折旧期			
	7 年	8 年	9 年	10 年
2024-2026 资本开支合计	930.2	930.2	930.2	930.2
2026 年相关折旧费用合计	132.9	116.3	103.4	93.0
2026 年总运营利润	786.7	786.7	786.7	786.7
折旧费用/(运营利润+折旧费用): 对利润影响	14%	13%	12%	11%
折旧费用/总收入: 对利润率影响	5.2 ppt	4.5 ppt	4.0 ppt	3.6 ppt

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

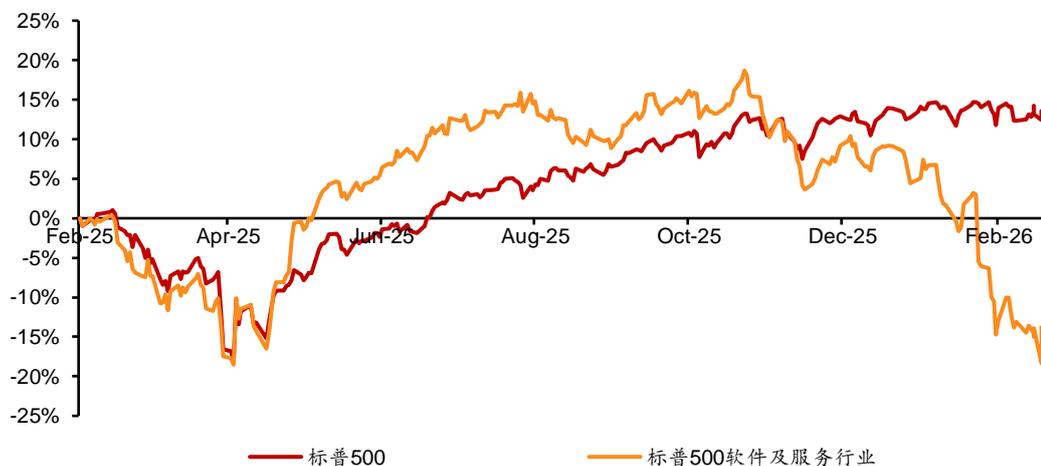
注: 1) 2024-2026 资本开支合计计算中, 2026 年资本仅计入 50%; 2) 测算仅考虑相关投入导致折旧费用增加以及最终对于运营利润的影响, 未考虑投入对收入/运营利润的正面影响; 3) 基准情景下折旧期 = 60% \* 6 年 (短期资产, 服务器等) + 40% \* 13 年 (长期资产, IDC 和建筑等) = 8.8 年

## 软件：估值修复或展现分化趋势，着眼长期投资价值

今年以来标普 500 软件与服务行业指数下跌 20%，跑输标普 500 指数 20 个百分点。我们认为推动软件板块股价走弱的主要催化包括两点：1) Anthropic 等大模型厂商发布的 Agent 产品（例如 Claude Cowork、Claude Code 与 Claude Code Security 等）引发市场对于软件公司可替代性的担忧；2) 部分软件服务公司 4Q25 业绩表现不及预期。究其本质原因，是投资者对于软件板块的两大担忧被放大：1) AI 应用落地将颠覆传统 SaaS 厂商按席位收费的商业模式；2) AI 大模型厂商破坏软件公司护城河；而二者均会影响到软件公司的估值水平。我们认为尽管软件厂商短期营收增长受到影响的程度有限，在大模型厂商对软件行业的竞争或将在长期存续的背景下，估值修复或将在个股间展现分化趋势，建议关注有能力向混合收费模式转型（席位费+用量收费），或在生成式 AI 时代有望实质性受益从而带动营收/订单增长重新加速的公司。长期维度看，越像工具的 SaaS 厂商估值或越容易受到挤压，而越基于结果闭环/交易闭环/治理闭环的 SaaS 公司越不容易被 AI 应用所取代，反而将受益于 AI 发展浪潮。

中长期，我们建议关注两类软件公司：1) 有能力向混合收费模式转型的公司（席位费+用量收费）/按用量收费模式为主的公司，能够较好地抵御 AI 对于商业模式的冲击，通过按用量收费的模式获取增量 AI 相关收入，例如按用量收费模式为主的 Datadog、Snowflake 等，以及 ServiceNow、Workday 等已经逐渐向混合收费模式转型的企业 SaaS 公司；2) 生成式 AI 时代有望实质性受益从而带动营收/订单增长重新加速的公司，例如 Palantir、Palo Alto Network 等。相比之下，部分工具型应用的公司，例如 Adobe 等，可能在向按用量/结果付费的模式转型过程中面临更多挑战，面临更大的被 AI 大模型所替代的风险，同时在收入端也面临更多压力。

图 11: 标普 500 vs 标普 500 软件及服务行业：指数累计收益率



资料来源：Wind，招银国际环球市场

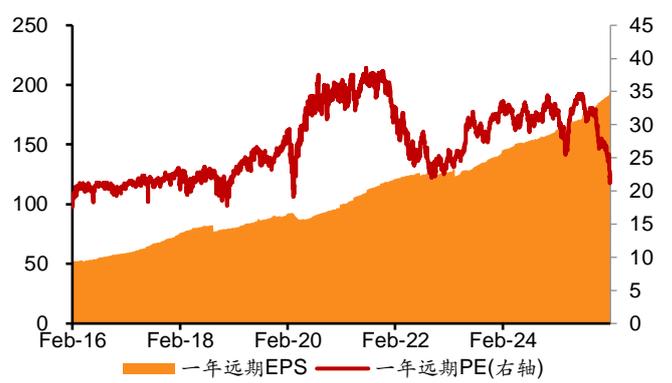
美国软件与服务板块过去 10 年以来盈利预期持续维持稳健增长趋势，10 年 EPS 复合增速 14%。包括板块自 2025 年 10 月以来的回调过程中，盈利预期仍然维持上修趋势，但板块整体估值已经从 2025 年 10 月的高点 33x 远期 PE 回落到 2026 年 2 月的 22x PE，处于 10 年历史平均减 1 倍标准差的水平，接近全球宏观环境以及市场受疫情影响较大的 2020 年以及 2022 年的板块估值水平。我们认为软件公司估值存在修复空间，但个股间估值修复的趋势或分化，主要估值修复的驱动因素或包括：1) 收入/订单增速在 AI 带动下重新加速或增速下降幅度收窄；2) AI 产品收入比例达到较高水平（例如>10%）。目前看，整体板块估值水平较 10 年均值存在 20% 的修复空间。

图 12: 标普 500 软件与服务行业：一年远期 PE 区间



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 13: 标普 500 软件与服务行业：一年远期 EPS



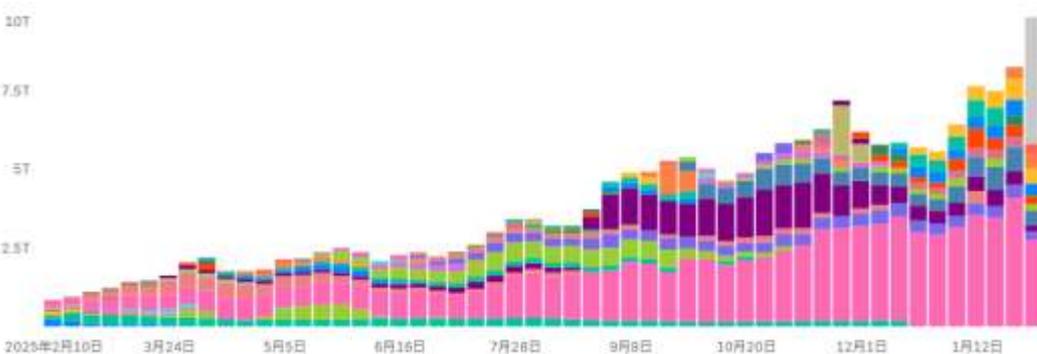
资料来源：彭博，招银国际环球市场

**1) AI 应用落地为颠覆传统 SaaS 按席位收费的商业模式带来可能性，关注向混合收费模式转型**

我们认为，尽管短期营收增长影响有限，但 AI 应用落地为颠覆传统 SaaS 按席位收费的商业模式带来可能性是致使行业估值下跌的主要原因。但我们认为也无需过度担忧，目前已有较多 SaaS 厂商的 AI 产品向混合收费模式转型（席位费+用量收费），按用量收费的模式带来增量收入机会：1) Salesforce Agentforce 2025 年 10 月单月 token 使用量环比增长 25% 至约 5,400 亿，3QFY26 Agentforce 及 Data 360 订单金额中 50% 来自现有客户增购。2) ServiceNow 自推出按使用量收费的模式以来，使用量快速增长，带动 4Q25 客服类 Now Assist 产品在续约时增售幅度超 70%。

长期维度看，SaaS 公司的估值或将分化，越像工具的厂商估值越容易受到挤压，而越基于结果闭环/交易闭环/治理闭环的 SaaS 公司越不容易被 AI 应用所取代，反而将受益于 AI 发展浪潮。只要 AI 为企业客户创造增量价值，SaaS 厂商即可从中获取更多增量收入并无需过度担忧席位数缩减的问题，行业整体模型调用量维持快速增长趋势（据 OpenRouter 数据，平台上 Token 周调用量在过去一年由 8,410 亿增长至当前 5.79 万亿）。但由于按用量收费的商业模式或导致 SaaS 公司收入与企业客户活动水平的相关度更高，收费模式的改变或会导致 SaaS 厂商收入波动性有所增加。

图 14: OpenRouter：头部模型总 Token 调用量

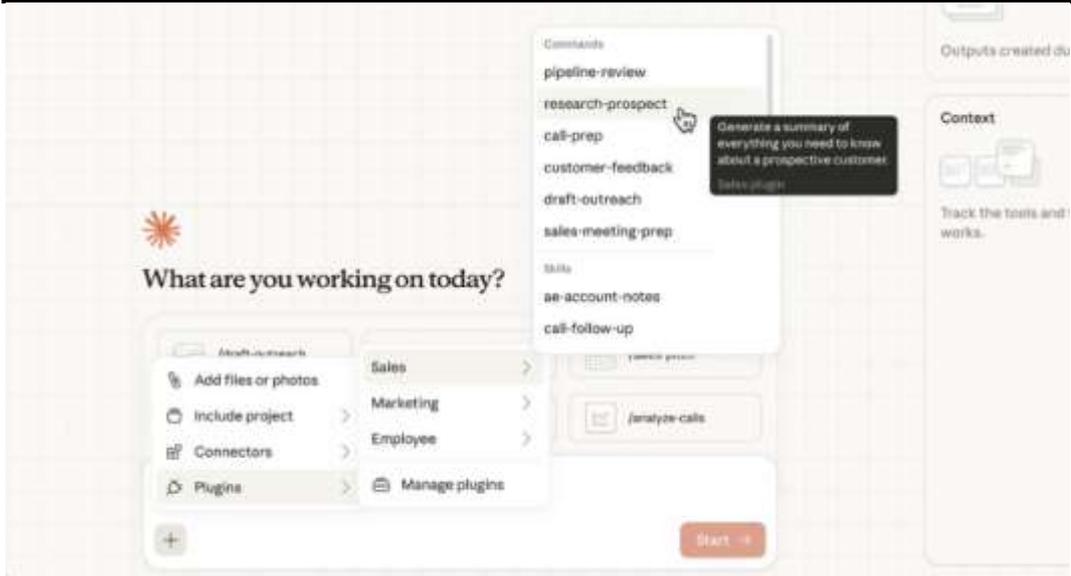


资料来源：OpenRouter，招银国际环球市场

**2) 大模型厂商将带来竞争，关注核心护城河稳固性**

我们认为 Anthropic 在 2026 年 1 月发布的 Agent 产品 Claude Cowork 以及 11 款细分行业插件是推动美国软件板块加速下跌的主要催化之一。Claude Cowork 除了能够帮助用户处理日常简单工作以外，其推出的 11 款插件能够处理法律、财务、销售等专业领域的更复杂的工作，相应对标汤臣路透、Salesforce、Intuit 旗下的 SaaS 产品，对应三家公司在今年以来也分别下跌超 30%、25%、30%。此外，Anthropic 2 月推出的代码安全工具 Claude Code Security 也影响了网络安全板块估值，CrowdStrike 今年以来下跌超 25%。

**图 15: Claude Cowork**



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

**图 16: Claude Cowork：主要插件**

主要插件	主要功能	对标产品
法律插件	合同审查、NDA 分流、合规检查等	汤臣路透 Westlaw，公司股价年初至今下跌逾 30%
销售插件	接入 CRM 系统，客户调研、邮件起草等	Salesforce Sales Cloud，公司股价年初至今下跌逾 25%
财务插件	日记账分录、对账、财务报表生成等	Intuit QuickBooks，公司股价年初至今下跌逾 30%

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

我们认为，尽管软件 SaaS 板块长期面临来自不同方面的竞争且 AI 大模型厂商具备较强的竞争力，但也不应忽略 SaaS 厂商长期积累的客户基础、行业经验以及全栈 AI 产品的能力。以 ServiceNow 为例：公司目前已经建立模型+云+数据+应用+智能体的全栈 AI 解决方案，覆盖企业前中后台全流程，公司过去的 12 个月内即完成了超 6,000 种新功能的研发。公司目前已经累计服务超 8,500 家客户，包括财富 500 中 85% 的客户使用 ServiceNow，同时积累了超 20 年的行业经验。

图 17: ServiceNow: 全栈企业 AI 解决方案



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

我们认为，在生成式 AI 时代，软件公司的护城河会更多的集中在底层数据、合规模型、任务执行权及执行效果，越像工具的 SaaS 厂商估值或越容易受到挤压，而越基于结果闭环/交易闭环/治理闭环的 SaaS 公司越不容易被 AI 应用所取代，反而将受益于 AI 发展浪潮。短期来看，基础设施相关的软件平台或将看到更快的 AI 相关客户带来的营收贡献的起量趋势从而有效缓解市场担忧，网络安全相关的软件公司不可替代性较强，应用软件公司需更多的证明其有基于结果收费的能力从而证明不可替代性。尽管我们认为软件公司短期的业绩受到的影响或有限，但行业估值普遍回调后，估值修复或围绕具备中长期不可替代性的软件公司展开。

中长期，我们建议关注两类软件公司：1) 有能力向混合收费模式转型的公司（席位费+用量收费）/按用量收费模式为主的公司，能够较好抵御 AI 对于商业模式的冲击，通过按用量收费的模式获取增量 AI 相关收入，例如按用量收费模式为主的 Datadog、Snowflake 等，以及 ServiceNow、Workday 等已经逐渐向混合收费模式转型的企业 SaaS 公司；2) 生成式 AI 时代有望实质性受益从而带动营收/订单增长重新加速的公司，例如 Palantir、Palo Alto Network 等。相比之下，部分工具型应用的公司，例如 Adobe 等，可能在向按用量/结果付费的模式转型过程中面临更多挑战，面临更大的被 AI 大模型所替代的风险，同时在收入端也面临更多压力。

图 18: 头部软件公司：收费模式转变进展

公司	收费模式	AI 应用进展	收费模式转型进展
Palantir	混合收费模式（按席位+使用量收费）	AI FDE 将复杂的 SAP ERP 迁移从 ECC 到 S/4 的时间从数年缩短至短短两周，4Q25 单一客户透露 97% 的员工每天都在使用 AIP 驱动的产品 Foundry。	AIP 依托于 Foundry，按使用量收费，平均 Foundry 客户添加 AIP 后，预算增加 30%至 35%。
Salesforce	混合收费模式（按席位+使用量收费）	3QFY26 Agentforce ARR 同比增长 330%至超 5 亿美元	Agentforce 调用量强劲增长推动公司向按使用量收费模式转型，2025 年 10 月 AgentForce 单月 token 调用量环比增长 25%至约 5,400 亿
Intuit	按席位收费为主	1QFY26 已有 280 万客户使用公司 AI 智能体产品，会计智能体帮助客户每月节省高达 12 小时	较难向按使用量收费模式转型
Palo Alto Network	混合收费模式（按席位+使用量收费）	AI 安全平台 Prisma AIRS 2QFY26 客户数超过 100 家，从 1Q 到 2Q 客户数增长超过两倍，AI 驱动的 SOC XSIAM 2QFY26 ARR 超过 5 亿美元。	2QFY26 按使用量收费的 Chronosphere 与一家领先的 AI 模型提供商签署了“多年九位数扩展交易”。

Servicenow	混合收费模式（按席位+使用量收费）	4Q25 AI 智能体产品 Now Assist 年合同金额突破 6 亿美元，目标 FY26 年末超 10 亿美元	25 年 5 月底以来 AI Agent Assist 使用量增长超 50 倍，金融、制造、健康等多行业企业客户增购 Assist 付费包。
Adobe	混合收费模式（按席位+使用量收费）	4Q25 AI 赋能业务新增 ARR 已占整体业务超三分之一	4Q25 生成式 AI 积分（Generative credits）使用量环比增长 3 倍。
Crowdstrike	混合收费模式（按席位+使用量收费）	智能 SOC 分析师代理 Charlotte AI 在 2QFY26 增长超过 85%。对 AI 提供安全服务的 Next-Gen Identity Protection 在 2QFY26 ARR 突破 4.35 亿美元，同比增长 21%	根据 3QFY26 数据，按使用量付费的下一代 SIEM 产品的 ARR 已超过 4 亿美元。管理层称下一代 SIEM 产品为整个 Falcon 平台上增长最快的模块之一。
Snowflake	按使用量收费为主	3QFY26, Snowflake 提前一个季度实现了 1 亿美元的 AI 收入年化运行率。2QFY26, 近 50% 的新客户的签约受到 AI 影响, 3QFY26, 这一比例仍保持在接近 50%。	公司展示了在消费模式下实现高速增长, 3QFY26 产品收入同比增长 29%, 3QFY26 签署了 4 笔九位数的大单, 3Q 非 GAAP 运营利润率 11%, 2Q 和 3Q NRR 维持在 125%。
Cloudflare	按使用量收费为主	2026 年 1 月, Cloudflare 网络上由 AI 智能体产生的每周请求数量在一个月内增长一倍, 4Q25 AI 爬虫产品 AI Crawl Control 已与媒体公司签订 310 万美元合同。	3Q25, 资金池交易（近似使用量收费模式）占 ACV 的“低两位数百分比”。
Fortinet	混合收费模式（按席位+使用量收费）	AI-driven SecOps 3Q25 账单金额增长 33%, 4Q25 账单金额增长 6%（全年增长 22%），ARR 增长 21%	4Q25, 推出使用量收费模式 FortiFlex points-based consumption program 购买点数按使用量付费。
Autodesk	按席位收费为主	Fusion 中推出 AutoConstrain 功能, 自 2025 年推出以来已生成超 260 万约束条件, 自动约束建议在商业用户中的采纳率已突破 60%。	公司希望通过 AI 替代更多人力, 但同时赋能更多项目, 最终通过按使用量收费的模式获取增量变现价值。
Workday	混合收费模式（按席位+使用量收费）	4QFY26 公司新增超 1 亿美元 AI 产品 ACV, 同比增长超 100%。AI 产品合计 ARR 超 4 亿美元。	埃森哲、Nike 等约 50 家企业客户已采用公司按使用量收费的 Flex Credits 模式
Datadog	按使用量收费为主	截至 4Q25, AI Native 群体约有 650 名客户, 其中 19 名客户的年化支出超过 100 万美元。前 20 大 AI 原生公司中, 有 14 家是 Datadog 客户。3Q25 AI Native 客户群贡献了总营收的 12%。	截至 4Q25, 按使用量收费的 Infrastructure Monitoring 的 ARR 已超过 16 亿美元; 核心 APM 产品的年增长率加速至 30% 以上, 是当前增长最快的核心支柱; Log Management 的 ARR 已超过 10 亿美元。
Zscaler	按席位收费为主	AI 安全 ARR 在 1QFY26 同比增长超过 80%, 并已提前三个季度超过了财年目标（4 亿美元），公司预计 AI 安全 ARR 在 FY26 结束时将超过 5 亿美元。	虽在 3Q25 推出灵活客户采购项目 Z-Flex 计划, 可以按需调整安全模块, 但管理层明确表示不会按使用量收费。
Atlassian	混合收费模式（按席位+使用量收费）	2QFY26 AI 智能产品 Rovo 月活跃用户超 5 亿	公司推出按用量付费的 SaaS 平台 Forge, 但同时管理层认为对于团队协作软件, 按席位收费仍然是用户偏好的、更具确定性的收费模式
MongoDB	主要按使用量收费	企业客户和领先创业公司正在使用 MongoDB 构建 AI 应用, 约 30% 的 Atlas ARR 来自于至少包含一个 AI 用例的客户。	NA
Zoom	按席位收费为主	3QFY26 AI Companion 产品采用量同比增长超 4 倍	公司推出 Zoom virtual agent 产品, 按照用户使用次数和效果收费, 探索按使用量收费模式
Twilio	按使用量收费为主	4QFY25, Voice AI 板块收入同比增长超过 60%	NA
Okta	混合收费模式（按席位+使用量收费）	3QFY26, OKTA 开发 Okta for AI Agents 与 Auth0 for AI Agents, 进入 AI 身份安全领域, 吸引约 2 亿美元 ARR 客户群	26 年 2 月公司表示正加速 AI 安全战略, 强化 Auth0 与 OKTA AI 产品线执行力, 预计未来随着产品铺开, 使用量付费份额将增长
Unity	混合收费模式（按席位+使用量收费）	Vector AI 发布前三季度收入同比增长 53%, 管理层预计 26 年底 Vector AI 季度营收年化将超 10 亿美元。	4QFY25 公司表示在 AI 带动产品使用率提升的背景下, 计划通过增值服务与按使用量计费模式转化免费用户; 转化目标覆盖当前约 90% 未付费用户。
Guidewire	混合收费模式（按席位+使用量收费）	2025 年 10 月 Guidewire 正在开发一个完全依赖 AI 的核心产品（Underwriting Center），CEO 提出 AI 预期能扩大 TAM 约 3 倍。	1QFY26 公司表示核心与新增应用均采用与客户直接签单保费（DWP）挂钩的定价逻辑, 即使用量付费模式。

Dynatrace	按使用量收费为主	Logs 业务在 AI 驱动下从过去的数百万美元级规模增至现在近 1 亿美元。	NA
Confluent	按使用量收费为主	25 年 10 月, Confluent Private Cloud 帮助客户减少 Kafka 运维与基础设施成本超过 50%; Tableflow 降低数据质量问题 60%、分析处理成本 30%。	NA
Docusign	按席位收费为主	3QFY26, 管理层表示 AI 驱动的智能协议管理 (IAM) 是公司业绩增长核心, 预计 IAM 在 FY26 底将占经常性收入低双位数比例	3QFY26, 管理层表示正在企业客户中测试 IAM 平台化、按 token 计费模型, 得到积极反馈, 计划未来更大范围推广

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 19: 头部软件公司: 基本面变化趋势

公司	股票代码	市值(百万美元)	+1FY EV/EBITDA	收入增长			收入增长+自由现金流比率		
				0FY	1FY	边际变化(1FY-0FY)	0FY	1FY	边际变化(1FY-0FY)
Palantir	PLTR US	307,870	70.8	56%	62%	5%	103%	116%	13%
Salesforce	CRM US	173,739	9.6	9%	9%	1%	42%	44%	2%
Palo Alto Network	PANW US	115,603	30.3	15%	22%	7%	53%	58%	6%
Servicenow	NOW US	107,205	16.6	21%	20%	0%	56%	56%	1%
Adobe	ADBE US	104,747	8.1	11%	10%	-1%	52%	49%	-3%
Intuit	INTU US	99,820	11.3	16%	13%	-3%	48%	46%	-2%
CrowdStrike	CRWD US	88,297	65.0	29%	22%	-8%	56%	47%	-10%
Cloudflare	NET US	57,643	98.5	30%	29%	-1%	42%	42%	0%
Fortinet	FTNT US	55,945	18.5	14%	12%	-2%	47%	45%	-2%
Snowflake	SNOW US	55,115	83.6	29%	28%	-1%	54%	52%	-2%
Autodesk	ADSK US	46,833	16.0	12%	17%	5%	37%	49%	12%
Datadog	DDOG US	36,820	34.3	28%	20%	-8%	54%	46%	-9%
Workday	WDAY US	34,250	8.0	13%	12%	-1%	42%	42%	0%
Zoom	ZM US	26,939	9.1	3%	4%	1%	42%	43%	1%
Mongodb	MDB US	25,436	50.4	19%	22%	2%	25%	39%	14%
Zscaler	ZS US	23,819	25.0	23%	23%	0%	50%	50%	-1%
Atlassian	TEAM US	18,840	10.4	20%	22%	2%	47%	48%	1%
Twilio	TWLO US	17,250	14.1	14%	12%	-1%	33%	28%	-5%
Okta	OKTA US	12,618	12.4	15%	11%	-4%	43%	40%	-3%
Confluent	CFLT US	10,951	79.7	21%	17%	-5%	24%	26%	1%
Guidewire	GWRE US	10,894	NA	23%	18%	-5%	46%	41%	-5%
Dynatrace	DT US	10,215	14.7	19%	18%	-1%	44%	44%	0%
DocuSign	DOCU US	8,582	7.2	8%	8%	0%	39%	38%	0%
Unity	U US	7,919	15.0	2%	13%	11%	24%	37%	13%

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2026 年 3 月 2 日

## 头部互联网软件公司 AI 商业化进展：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资本开支/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 在显著增加资本开支和人员费用投入后，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，资本开支投入有限，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；但本季度业绩后市场的边际变化为市场对 SaaS 公司的护城河深度展现出担忧，致使估值回调。

图 20:美国主要互联网及软件厂商 AI 业务发展

公司	AI 进展
微软	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>驱动云业务规模与增长突破：</b>微软云 (Microsoft Cloud) 营收 515 亿美元，同比增长 26%，其中由 AI 需求驱动的 Azure 服务营收同比增长 39%。</li> <li><b>生产力和业务流程板块每用户平均收入延续提升趋势：</b>按固定汇率计算，Microsoft 365 商业版/个人版云服务营收同比分别增长 14%/27% (1QFY26: + 15.0%/25.0%)，受益于商业版付费席位/个人版订阅用户均同比增长 6%推动，叠加每用户平均收入持续提升；Microsoft 365 Copilot DAU 同比增长 10 倍，2QFY26 该产品付费席位数量已达 1,500 万个。</li> <li><b>构建全栈 AI 基础设施与开放平台：</b>自研 AI 芯片 Maia 200 上线，算力达 10+ PetaFLOPS 且 TCO 降低超 30%；智能体平台提供最广泛的模型选择 (支持 GPT-5.2、Claude 4.5 等)，并推出跨云智能体管理平台 Agent 365；超 80% 财富 500 强公司使用公司低代码工具 Copilot Studio 和 Agent Builder 构建智能体。</li> <li><b>垂直行业 AI 解决方案获得深度应用：</b>医疗 AI 助手 Dragon Copilot 服务超 10 万医疗提供者，记录患者问诊数同比增 3 倍；安全 AI Security Copilot 助客户将手动分类时间减少 75%；各行业客户利用其 AI 平台 Foundry 变革航班搜索、产品设计与农业等核心流程。</li> </ol>
Meta	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>提升用户活跃度：</b>得益于推荐系统优化，美国市场 Instagram Reels 总观看时长同比增长超 30%，Facebook 视频总观看时长实现双位数同比增长；</li> <li><b>提升广告商业化效率：</b>4Q25 公司对 GEM 模型及序列学习架构的优化，推动 Facebook 广告点击量提升 3.5%、Instagram 广告转化率提升超 1%；</li> <li><b>提升广告投放效率：</b>公司持续推出并优化广告产品，助力广告主提升投放效率，4Q25 视频生成工具相关业务合计年化营收规模突破 100 亿美元。</li> </ol>
Datadog	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>AI 原生客户群体持续扩张：</b>4Q25 DDOG 的客户库中已积累超过 650 家 AI 原生公司 (3Q25: 500 家)，其中 19 家年度支出超 100 万美元 (3Q25: 15 家)，目前 AI 原生领域前 20 大企业中有 14 家为公司的客户；</li> <li><b>AI 相关客户贡献大额交易：</b>公司本季度签署了一笔八位数 (千万美元级) 的新客户合同，客户为领先的 AI 模型公司；另有一笔超过 1 亿美元的订单。</li> </ol>
亚马逊	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>AWS 营收增速环比进一步提升：</b>AWS 营收在 4Q25 同比增长 24% 至 356 亿美元，增速为过去十三个季度最快，年化运行率达 1,420 亿美元，增长由企业基础设施迁移及 AI 服务强劲需求共同驱动，其中自研芯片业务 (Graviton &amp; Trainium) 年化收入已超 100 亿美元。</li> <li><b>构建全栈 AI 服务与智能体生态，解决企业核心挑战：</b>推出 Nova Forge 服务，允许客户在预训练阶段融合专有数据以定制模型；Bedrock 服务客户支出环比增长 60%，已成数十亿美元级业务；同时推出 AgentCore 及多款自主智能体 (如代码助手 Kiro)，使用 Kiro 的开发者数量环比增长超 150%。</li> <li><b>深化 AI 在零售与广告业务应用，提升用户体验与商业效率：</b>AI 购物助手 Rufus 在 2025 年服务超 3 亿客户，使用户完成购买可能性提升约 60%；AI 视觉搜索工具 Lens 使用量同比增长 45%；广告业务推出 AI 代理，助力品牌规模化创建与优化广告活动。</li> </ol>
谷歌	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>提升搜索体验，驱动搜索量增长：</b>AI Mode 自上线以来用户日均询问量实现翻倍，且 AI Mode 下单次询问长度为传统搜索的 3 倍，推动搜索场景更具备对话交互性</li> <li><b>优化广告质量并提升广告主投放效率：</b>4Q25 广告主借助 Gemini 在 AI Max 及 PMax 平台生成的创意素材达 7,000 万份。</li> <li><b>驱动谷歌云业务强劲增长：</b>4Q25 谷歌云营收同比增长 48% 至 177 亿美元，增长主要由企业级 AI 产品的强劲需求驱动</li> </ol>
派拓网络	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>AI 安全平台 (Prisma AIRS) 快速扩张：</b>Prisma AIRS (AI 安全平台) 在推出仅几个季度后，客户数量从 1Q 到 2Q 增长超过三倍，截至 2Q 已拥有超过 100 家客户；</li> </ol>

- 2) **AI 驱动 SOC 现代化**: XSIAM (AI 驱动的安全运营中心平台) ARR 突破 5 亿美元, 客户总数超过 600 家, 平均 ARR 近 100 万美元; 超过 60% 的已部署客户实现平均修复时间少于 10 分钟, 远优于传统的数天或数周; 通过 Agentix 功能, 客户可构建自主 AI 代理, 实现跨云控制台、身份提供商和防火墙的自动修复 (已有 200 家 XSIAM 客户启用)

**ServiceNow**

- 1) 4Q25 Now Assist 年度合同金额突破 6 亿美元, 超预期完成公司此前 5 亿美元的目标, 且稳步向 FY26 年末 10 亿美元的目标迈进。
- 2) 公司 AI Control Tower 产品在 FY25 同样超额完成其初始收入目标超 3 倍。
- 3) 订阅与使用量结合的收费方式被更多客户所接受, 推动客户使用量提升并订阅额外的增值服务。4Q25 客服类 Now Assist 产品在续约时的增售幅度超 70%, 包含 5 款及以上 Now Assist 产品的交易数量同比增长超 10 倍。

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

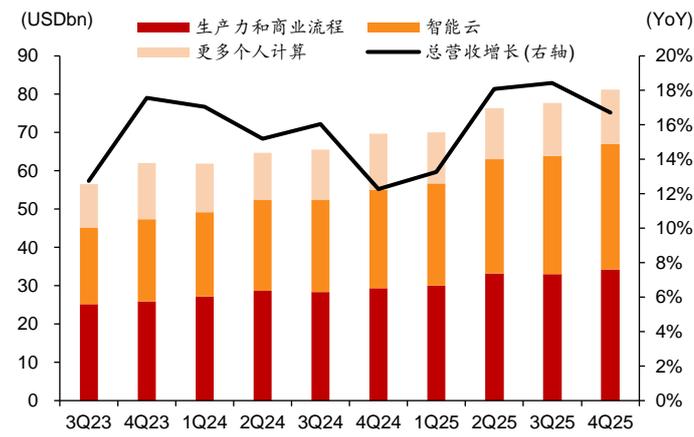
## 股票推荐：关注短期市场情绪反应过度但长期投资逻辑仍稳固的公司

### 微软 (MSFT US；买入；目标价：614.60 美元)：长期结构性增长逻辑不改

微软 2QFY26 业绩好于市场预期但股价下跌，我们判断核心原因是资本开支高于预期的同时云业务增速仅符合预期，且管理层提及 GPU 使用的优先级为支撑自有 App 业务发展优先、而变现较为被市场期待的云的优先级相对靠后较为相关。尽管我们认为供给受限的影响或在 1H26 延续，云业务增速或较难大幅超预期，但我们认为股价反应过度。我们认为微软长期增长前景不改，公司利润持续稳健增长印证了公司追求高效增长的成果。此外，我们看到商业未完成订单 (RPO) 余额保持强劲增长 (同比 + 110%；若剔除 OpenAI 贡献则同比 + 28%)、生产力和业务流程板块 ARPU 在持续提升，均有望支撑公司维持稳健的基本面增长表现。

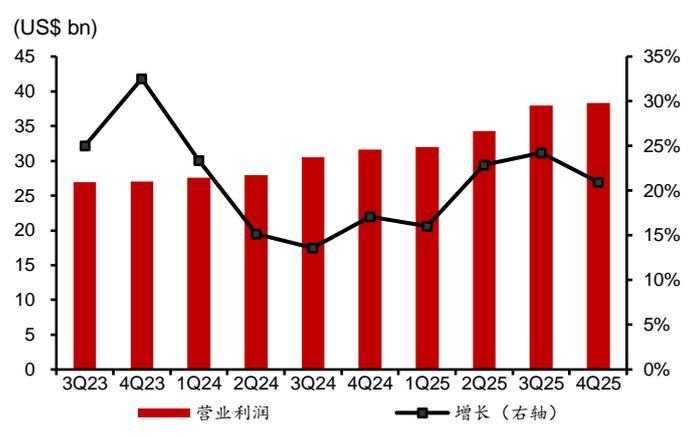
微软 2QFY26 (财年结于 6 月) 实现营收 813 亿美元，同比增长 16.7% (1QFY26: + 18.4%)，核心驱动为生产力和商业流程板块及智能云板块营收表现超预期；营业利润同比增长 20.9% 至 383 亿美元。按固定汇率计算，Azure 及其他云服务营收同比增长 38%，与市场一致预期持平，但包含融资租赁的资本开支达 375 亿美元，较市场预期高 3%。

图 21：微软：收入及同比增速



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

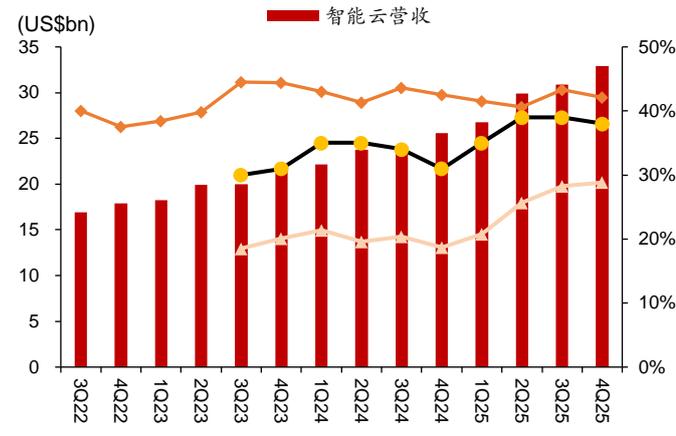
图 22：微软：运营利润及同比增速



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

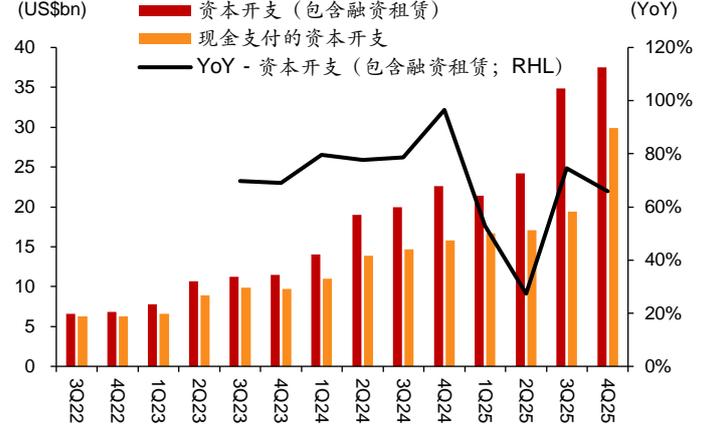
2QFY26 智能云板块实现营收 329 亿美元，占总营收的 40.5%，同比增长 28.8%；板块内 Azure 及其他云服务营收同比增长 39% (1QFY26: + 40%)，高于此前 37% 的业绩指引，公司管理层指引 3QFY26 该业务同比增速为 37%-38%。本季度包含融资租赁的资本开支为 375 亿美元 (市场一致预期: 363 亿美元)，同比大增 66%，其中约三分之二的支出用于购置 GPU、CPU 等短期资产，以满足市场需求。管理层强调，当前仍面临供给受限的情况，公司将 GPU 的配置和产能优先向自有应用倾斜，并表示若 1HFY26 新增投产的 GPU 全部用于 Azure，该业务营收同比增速有望突破 40%。展望未来，受云基础设施建设的正常波动及融资租赁交付节奏影响，管理层预计 3QFY26 的资本开支将环比下降。

图 23: 微软: 智能云及 Azure 营收增长及利润率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

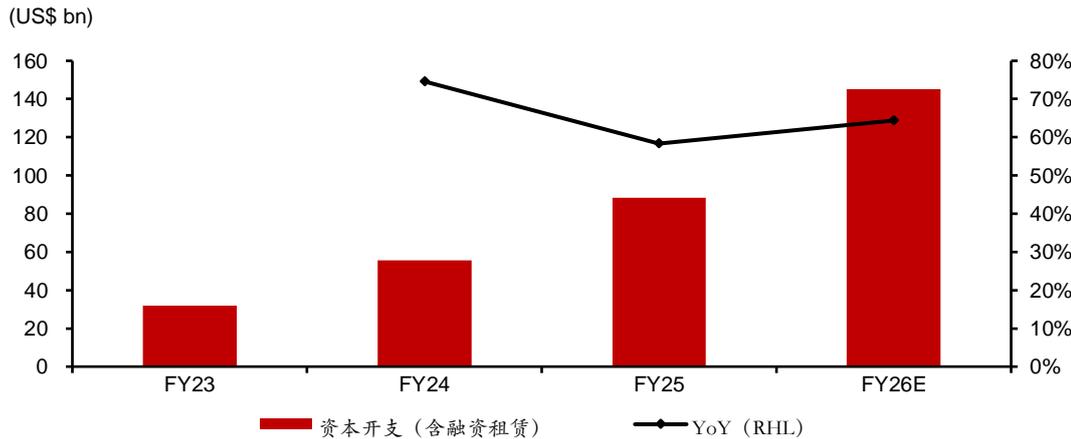
图 24: 微软: 资本开支及同比增长情况



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

尽管微软未更新 2026 财年资本开支指引, 此前 1QFY26 业绩会公司曾预计 2026 财年的资本开支增幅将高于 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。我们目前预测微软 2026 财年资本开支将达到 1,450 亿美元, 同比增长 64%。

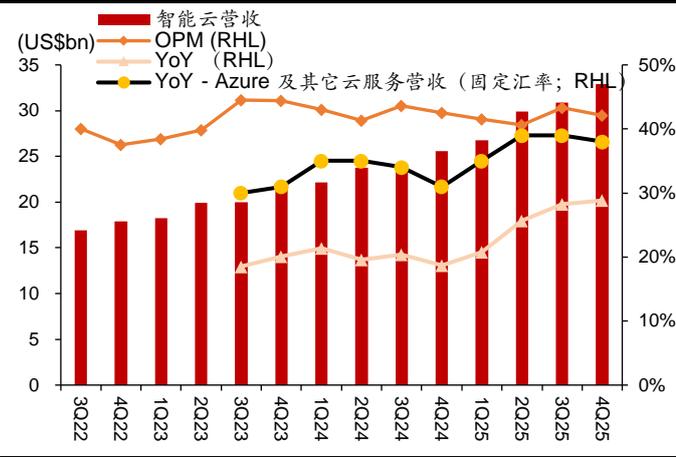
图 25: 微软: 财年资本开支展望



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

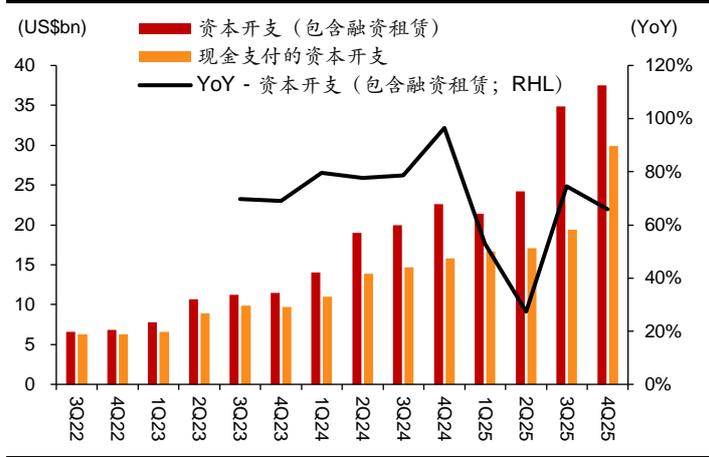
生产力和业务流程板块每用户平均收入持续提升趋势。2QFY26 该板块实现营收 341 亿美元, 占总营收的 42.0%, 同比增长 15.9% (2QFY25 + 13.9%; 1QFY26: + 16.6%)。按固定汇率计算, Microsoft 365 商业版/个人版云服务营收同比分别增长 14%/27% (1QFY26: + 15.0%/25.0%), 受益于商业版付费席位/个人版订阅用户均同比增长 6% 推动, 叠加每用户平均收入持续提升。管理层重点提及, Microsoft 365 Copilot DAU 同比增长 10 倍, 2QFY26 该产品付费席位数量已达 1,500 万个。

图 26: 微软: 智能云及 Azure 营收增长及利润率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 27: 微软: 资本开支及同比增长情况



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

2QFY26, 受益于生产力和业务流程板块经营杠杆改善带动利润率同比提升 3.0 个百分点, 公司整体营业利润率 47.1%, 同比提升 1.6 个百分点。我们预测微软 FY26/27E 营业利润将同比增长 19.0%/14.8%, 得益于智能云板块及生产力和商业流程板块的经营利润稳健增长驱动。

图 28: 微软: 财务预测

(百万美元)	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E
<b>生产力与商业流程</b>	<b>69,274</b>	<b>77,728</b>	<b>120,810</b>	<b>138,502</b>	<b>152,831</b>
同比增长	9.3%	12.2%	55.4%	14.6%	10.3%
占收比 (%)	32.7%	31.7%	42.9%	42.3%	40.5%
<b>智能云</b>	<b>87,907</b>	<b>105,362</b>	<b>106,265</b>	<b>135,638</b>	<b>170,432</b>
同比增长	17.3%	19.9%	0.9%	27.6%	25.7%
占收比 (%)	41.5%	43.0%	37.7%	41.4%	45.1%
<b>更多个人计算</b>	<b>54,734</b>	<b>62,032</b>	<b>54,649</b>	<b>53,599</b>	<b>54,379</b>
同比增长	-8.7%	13.3%	-11.9%	-1.9%	1.5%
占收比 (%)	25.8%	25.3%	19.4%	16.4%	14.4%
<b>总营收</b>	<b>211,915</b>	<b>245,122</b>	<b>281,724</b>	<b>327,739</b>	<b>377,642</b>
同比增长	6.9%	15.7%	14.9%	16.3%	15.2%
<b>毛利润</b>	<b>146,052</b>	<b>171,008</b>	<b>193,893</b>	<b>222,207</b>	<b>254,153</b>
毛利率 (%)	68.9%	69.8%	68.8%	67.8%	67.3%
<b>经营利润</b>	<b>88,523</b>	<b>109,433</b>	<b>128,528</b>	<b>152,949</b>	<b>175,616</b>
经营利润率 (%)	41.8%	44.6%	45.6%	46.7%	46.5%
同比增长	6.2%	23.6%	17.4%	19.0%	14.8%
<b>净利润</b>	<b>72,361</b>	<b>88,136</b>	<b>101,832</b>	<b>129,451</b>	<b>147,905</b>
净利润率 (%)	34.1%	36.0%	36.1%	39.5%	39.2%
同比增长	-0.5%	21.8%	15.5%	27.1%	14.3%

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

估值层面, 微软目前交易于基于招银国际预测的 23.2x FY26E PE, 已经低于过去三年预期市盈率均值减两倍标准差的水平。我们认为市场已经较为充分的反映对于软件公司的悲观预期, 对云业务的营收增长也重新回到合理区间。展望来看, 稳健的盈利增长有望成为公司股价增长的助推因素。

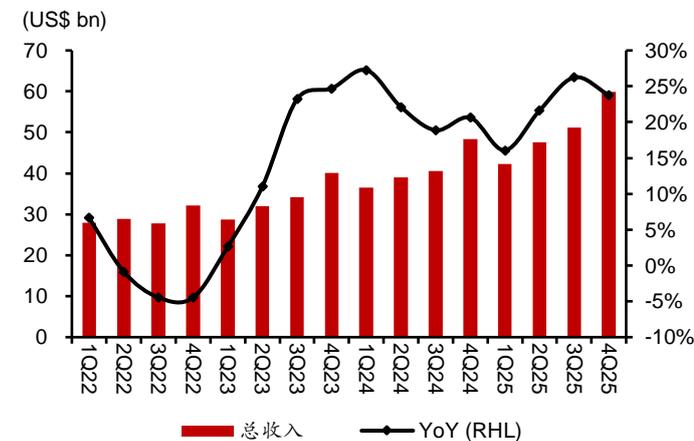
## Meta (META US; 买入; 目标价: 880.0 美元): AI 持续推动广告业务强劲增长, FY26 盈利能见度提升

Meta 公布了好于预期的 4Q25 业绩, 叠加管理层对于 FY26 较为积极的展望, 支撑了公司的估值修复: 1) 4Q25 总收入同比增长 24%, 净利润同比增长 9%。管理层指引 1Q26 总营收同比增长 26%-34%至 535 亿-565 亿美元, 中值较一致预期高 8%。2) 管理层指引 FY26 总费用 1,620 亿-1,690 亿美元 (同比增长 38%-44%), 但同时预计 FY26 营业利润仍将实现正增长, 即隐含 FY26 总营收同比增速将超 22%, AI 对于广告业务的赋能将在 FY26 延续, 缓解部分投资者对于 FY26 盈利的担忧。3) 公司当前现价仅对应约 20x FY26E PE, 相较谷歌 26x 仍有明显折让, 收入增长加速且盈利确定性提升有望支撑后续估值修复。

4Q25 FoA 广告营收同比增长 24%至 581 亿美元, 增长主要由电商、专业服务及科技行业广告需求驱动。4Q25 广告曝光量实现 18%的同比稳健增长, 主要得益于用户活跃度提升及广告加载率的优化; 受 AI 推动广告效果改善的影响, 4Q25 广告平均价格同比增长 6%。4Q25 FoA 其他收入同比增长 54%至 8.01 亿美元, 其中 WhatsApp 付费消息业务年化营收规模突破 20 亿美元。展望未来, 管理层指引 1Q26 总营收同比增长 26%-34% (含 4%的汇率顺风因素), 但受汇率顺风消退、高基数效应及欧盟地区修改后的广告产品落地影响, 管理层预计 FY26 总营收同比增速将低于 1Q26 水平。

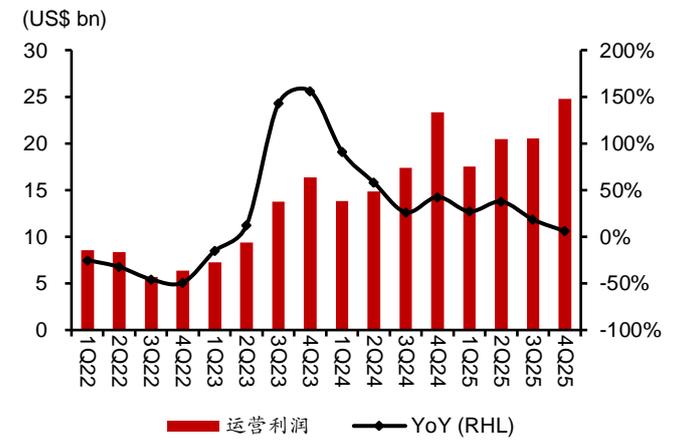
AI 多维度推动广告业务表现提升, 管理层预计 FY26 AI 带来的积极效应将持续释放: 1) 用户活跃度方面: 得益于推荐系统优化, 美国市场 Instagram Reels 总观看时长同比增长超 30%, Facebook 视频总观看时长实现双位数同比增长; 2) 商业化方面: 4Q25 公司对 GEM 模型及序列学习架构的优化, 推动 Facebook 广告点击量提升 3.5%、Instagram 广告转化率提升超 1%; 3) 广告产品方面: 公司持续推出并优化广告产品, 助力广告主提升投放效率, 4Q25 视频生成工具相关业务合计年化营收规模突破 100 亿美元。

图 29: Meta: 收入及同比增速



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

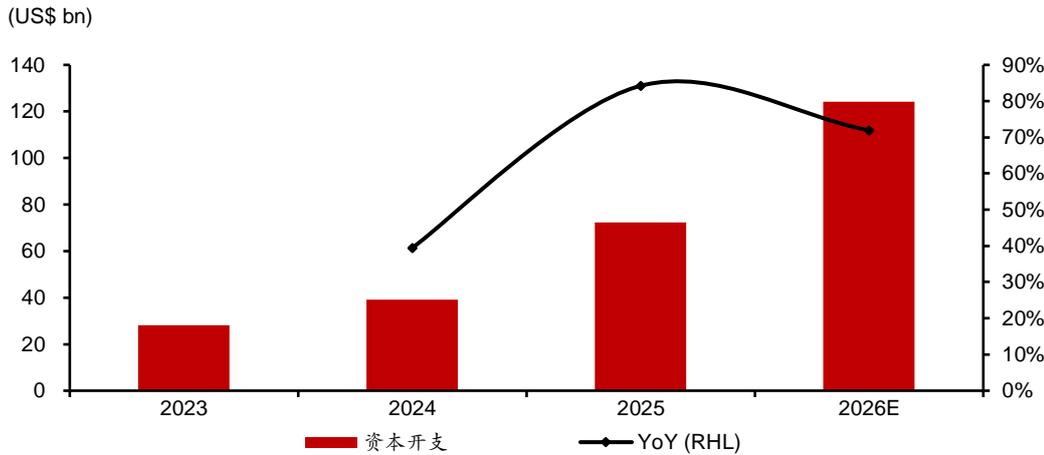
图 30: Meta: 运营利润及同比增速



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

展望 FY26, 管理层指引总费用 1,620 亿-1,690 亿美元 (同比增长 38%-44%), 资本开支为 1,150 亿-1,350 亿美元 (同比增长 59%-87%), 支出大幅增长主因 AI 相关投资。管理层指出 2026 年大部分时间内算力需求仍将高于供给, 直至公司自有算力设施在下半年逐渐落地投用。

图 31: 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

尽管 AI 投资持续增加，但管理层仍预计 FY26 营业利润能够实现同比正增长，指引隐含：1) AI 驱动 FY26 总收入延续强劲增长（收入同比增速>22%）；2) 公司仍能较好把控 FY26 总费用支出，收入不及预期/费用超出预期时公司仍能有效的缩减总费用。运营利润指引为投资者提供 FY26 盈利增速预期的下限，一定程度上缓解了投资者对公司盈利的担忧。我们预计公司 FY26 运营利润同比增长 1%，若 AI 对于广告业务赋能效果积极，公司 FY26 盈利有望超预期。

图 32: Meta: 财务预测

(十亿美元)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>总收入</b>	<b>134.9</b>	<b>164.5</b>	<b>201.0</b>	<b>246.3</b>	<b>286.5</b>
YoY	15.7%	21.9%	22.2%	22.5%	16.3%
FoA 收入	133.0	162.4	198.8	244.0	284.2
YoY	16.2%	22.1%	22.4%	22.8%	16.5%
Reality labs 收入	1.9	2.1	2.2	2.2	2.2
YoY	-12.2%	13.2%	2.8%	1.0%	0.8%
<b>运营利润</b>	<b>46.8</b>	<b>69.4</b>	<b>83.3</b>	<b>83.7</b>	<b>99.4</b>
YoY	61.5%	48.4%	20.0%	0.5%	18.7%
<b>净利润</b>	<b>39.1</b>	<b>62.4</b>	<b>60.5</b>	<b>73.9</b>	<b>87.1</b>
YoY	68.5%	59.5%	-3.0%	22.3%	17.8%
销售费用率	9.1%	6.9%	6.0%	5.5%	5.5%
研发费用率	28.5%	26.7%	28.5%	35.5%	35.0%
管理费用率	8.5%	5.9%	6.0%	6.2%	6.0%
运营利润率	34.7%	42.2%	41.4%	34.0%	34.7%
净利润率	29.0%	37.9%	30.1%	30.0%	30.4%

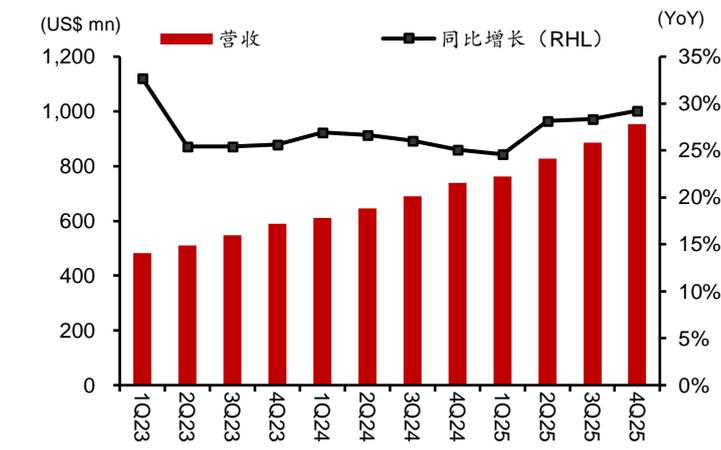
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

**Datadog (DDOG US; 买入; 目标价: 196.9 美元) : 使用量增长强劲推动稳健营收增长前景**

Datadog 交付好于预期的 4Q25 业绩之后股价大幅上涨，除了业绩好于预期带来催化外，我们认为主要的支撑因素为，业绩助力市场缓解对此前头部 AI 原生客户自建基础设施的担忧，印证客户端对 Datadog 产品需求维持强劲。我们认为数字化转型与云迁移的长期行业趋势不可逆，加之 Datadog 强大的交叉销售能力与海外扩张潜力，我们对其长期业务发展潜力持乐观态度，目标价为 196.9 美元，基于 16.3 x 2026 年 EV/Sales (前值: 16.6 倍)，处于近两年均值加一个标准差水平。

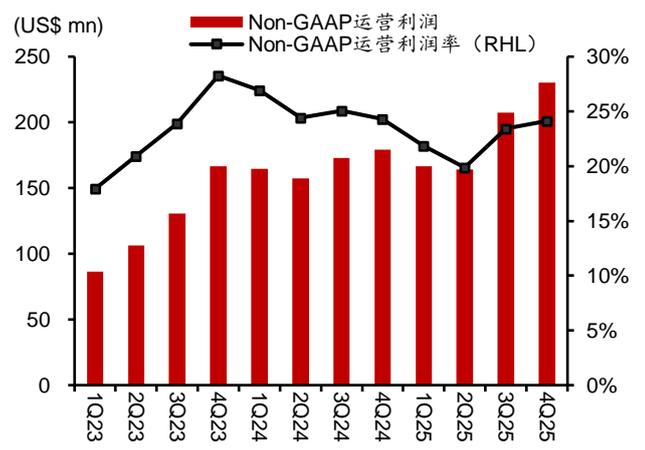
Datadog 4Q25 总营收 9.532 亿美元，同比增长 29.2% (4Q24: 25.1%; 3Q25: 28.4%)，主要受非 AI 客户收入增速加快 (由 3Q25 的 20% 同比增长提升至 4Q25 的 23%) 以及 AI 原生客户需求旺盛驱动；non-GAAP 税后调整净利润 2.174 亿美元，同比增长 22.5%，主因收入好于预期及经营杠杆释放好于预期。管理层表示，非 AI 客户收入加速增长的趋势在 2026 年 1 月延续，并指引 1Q26 总营收同比增长 25%-26% (1Q25: 25%)。基于针对 AI 原生客户群体较为审慎的营收增长假设，管理层给出 2026 年全年营收增长指引为 18%-20%，non-GAAP 营业利润率为 20%-22%。

图 33: Datadog: 收入及同比增速



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

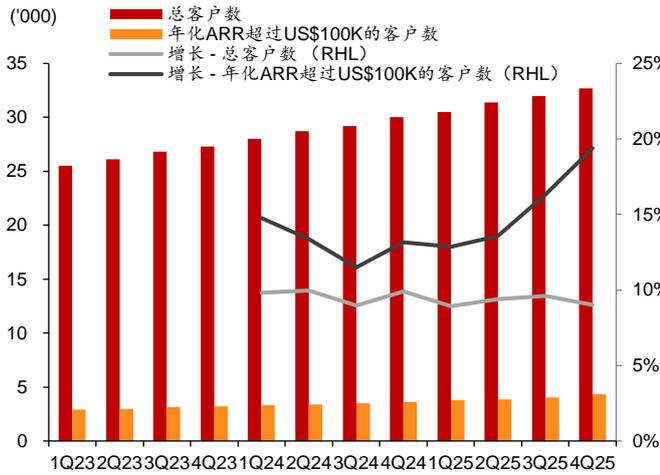
图 34: Datadog: non-GAAP 运营利润及利润率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

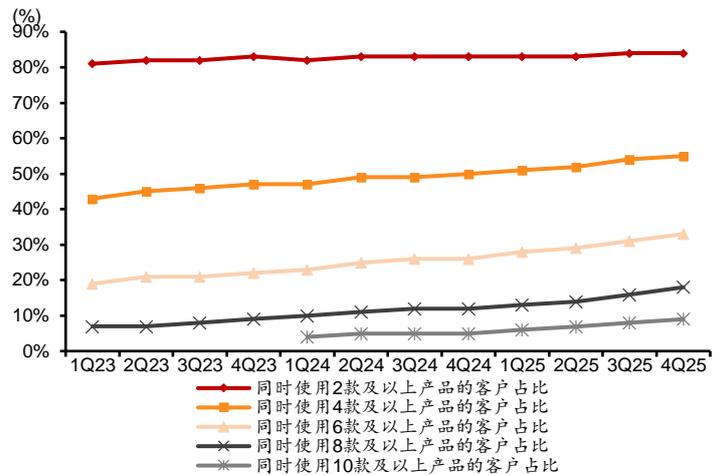
交叉销售与升级销售趋势保持强劲，仍具备进一步上行潜力。截至 4Q25 季度末，Datadog 平台客户数量超过 32,700 家，同比增长 9%。同期，年化 ARR 超 100 万 / 10 万美元的大客户数量分别达到 603/4,310 家，同比增长 31%/19%。4Q25 ARR 超 10 万美元客户贡献的收入占公司总 ARR 比例为 90% (4Q24: 88%)。截至 4Q25，约 84%/55%/33%/18%/9% 的客户使用公司超过 2/4/6/8/10 款产品，同比分别提升 1/5/7/6/4 个百分点。管理层强调，公司在财富 500 强客户的 ARR 中位数仍低于 50 万美元，我们认为这预示未来业务拓展空间充足。核心运营指标层面：1) 剩余履约义务 (RPO) 34.6 亿美元，同比增长 52% (3Q25: 53%; 4Q24: 24%)，cRPO 同比增长约 40% 中段 (3Q25: 50% 低端)；2) 4Q25 净美元留存率约 120%，环比持平，较 4Q24 的 110% 高位有所提升。

图 35: Datadog: 客户数及增长情况



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 36: Datadog: 客户交叉销售情况



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

AI 及非 AI 客户均呈现强劲的收入增长态势。管理层指出, 4Q25 DDOG 的客户库中已积累超过 650 家 AI 原生公司 (3Q25: 500 家), 其中 19 家年度支出超 100 万美元 (3Q25: 15 家), 目前 AI 原生领域前 20 大企业中有 14 家为公司的客户。剔除 AI 原生客户后, 3Q25 收入同比增长 23%, 较 2Q25/3Q25 18%/20% 的增速进一步加速, 且管理层表示这一加速趋势在 2026 年 1 月延续。

公司将持续投入以支撑未来增长, 同时保持良好的运营效率。2025 年第四季度非 GAAP 毛利率为 81.4%, 同比下降 0.3 个百分点, 环比提升 0.2 个百分点。4Q25 整体 non-GAAP 营业利润率为 24.1% (4Q24: 24.3%), 较市场一致预期及我们预测均高出 0.1 个百分点。管理层指引将继续投入研发以提升长期增长前景, 同时指引 2026 年非 GAAP 营业利润率为 20%-22% (2025 年: 22.4%)。

图 37: Datadog: 财务预测

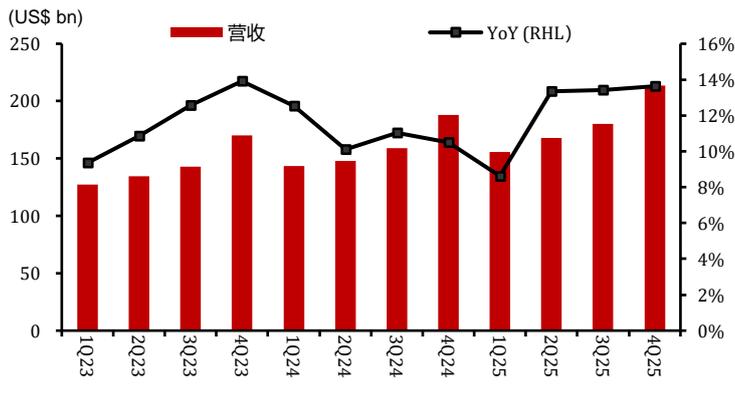
(百万美元)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>营收</b>	<b>2,128</b>	<b>2,684</b>	<b>3,427</b>	<b>4,098</b>	<b>4,925</b>
同比增长	27.1%	26.1%	27.7%	19.6%	20.2%
<b>毛利润</b>	<b>1,718</b>	<b>2,169</b>	<b>2,740</b>	<b>3,275</b>	<b>3,960</b>
研发费用	962	1,153	1,548	1,808	2,163
销售及市场费用	609	757	956	1,143	1,359
一般及行政费用/管理费用	180	205	280	328	382
<b>营业利润</b>	<b>(33.5)</b>	<b>54.3</b>	<b>(44.4)</b>	<b>(4.7)</b>	<b>55.5</b>
<b>净利润</b>	<b>48.6</b>	<b>183.7</b>	<b>107.7</b>	<b>97.0</b>	<b>168.8</b>
<b>Non-GAAP 税后调整净利润</b>	<b>464.0</b>	<b>653.8</b>	<b>746.6</b>	<b>779.2</b>	<b>992.7</b>
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	80.7%	80.8%	80.0%	79.9%	80.4%
营业利润率	-1.6%	2.0%	-1.3%	-0.1%	1.1%
净利润率	2.3%	6.8%	3.1%	2.4%	3.4%
<b>Non-GAAP 净利润率</b>	<b>21.8%</b>	<b>24.4%</b>	<b>21.8%</b>	<b>19.0%</b>	<b>20.2%</b>

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

**亚马逊 (AMZN US; 买入; 目标价: 292.0 美元) : 增长逻辑不变, AWS 收入增速加速超预期**

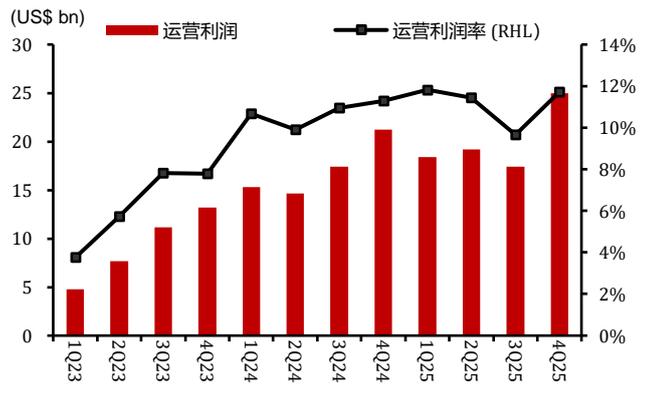
亚马逊公布好于预期的业绩但股价下跌, 我们判断主要原因是市场对大幅的资本开支增长产生潜在对利润率和现金流的影响产生增量担忧。在交易已经相对拥挤的情况下, 亚马逊给出显著提升的资本开支指引后或需时间证明增量投资有能力带来超预期的云业务营收增速提升及公司。稳健的盈利增长仍是公司股价增长的主要驱动因素。我们预测 2026 年公司的营业利润将同比增长 22%。我们每 ADS 292.0 美元的目标价基于 17.3 倍 2026E EV/EBITDA, 与两年交易均值一致。“买入”评级。

**图 38: 亚马逊: 收入及同比增速**



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

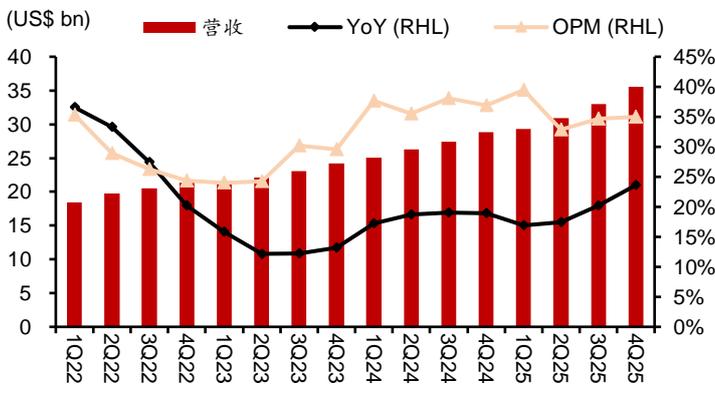
**图 39: 亚马逊: 运营利润及运营利润率**



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

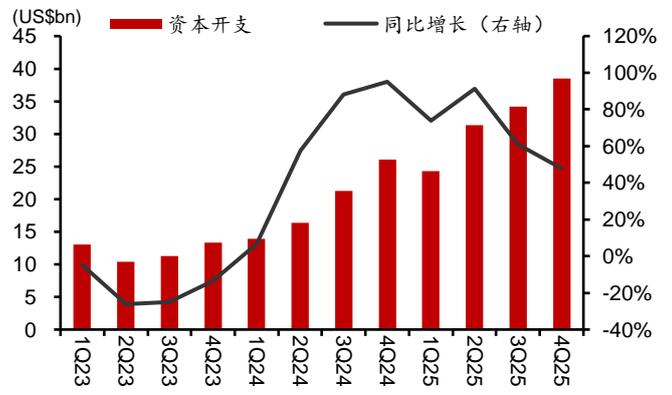
**AWS: 收入增速加速超预期。**4Q25 AWS 实现收入 356 亿美元, 同比增长 23.6%; AWS 营业利润率 35.0%, 环比提升 0.4 个百分点, 高于一致预期 0.7 个百分点。资本开支方面, 4Q25/2025 现金资本开支加融资租赁金额合计为 385 亿/1,280 亿美元 (+46%/+64% YoY)。管理层指引 2026 年资本开支为 2,000 亿美元 (2025/基于彭博一致预期 2026E 经营现金流分别为 1,400 亿/1,820 亿美元)。管理层强调, 4Q25 AWS 订单储备达到 2,440 亿美元, 环比增长 22%, 同比增长 40%, 公司仍在持续提升产能以满足需求。亚马逊 4Q25/2025 分别新增电力供应 1.2/3.9 吉瓦 (此前指引第四季度至少新增 1 吉瓦), 预计到 2027 年底整体产能将实现翻倍。我们预计 2026 年 AWS 收入同比增长 26%, 主要受供应链约束进一步缓解驱动。同时我们提示, 需更加关注高企的资本开支对现金流的影响。

**图 40: 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 41: 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

利润率扩张趋势延续。4Q25 亚马逊北美业务收入 1,271 亿美元, 同比增长 9.9% (4Q24: 9.5%), 符合一致预期; 营业利润率同比提升 1.0 个百分点至 9.0% (一致预期: 8.6%)。

国际业务收入 507 亿美元，同比增长 16.8%，高于一致预期 2.0%，营业利润率 2.1%（2024 年第四季度：3.0%）；管理层表示，若剔除特殊费用影响，国际业务营业利润率同比仍将提升。

人工智能相关应用及业务进展更新：1) Trainium 与 Graviton 芯片：目前合计年化收入规模超 100 亿美元，同比实现三位数增长；AWS 前 1,000 大客户中超过 90% 使用 Graviton，性价比比较主流 x86 处理器最高提升 40%；2) AI 购物助手 Rufus：2025 年用户量达 3 亿，助力实现年化近 120 亿美元的增量销售额。

图 42: 亚马逊：财务预测

(USDbn)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>总营收</b>	<b>574.8</b>	<b>638.0</b>	<b>716.9</b>	<b>808.3</b>	<b>907.9</b>
<b>同比增长</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.0%</b>	<b>12.4%</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.3%</b>
毛利润	270.0	311.7	360.5	405.7	460.3
经营利润	36.9	68.6	80.0	97.8	123.1
<b>同比增长</b>	<b>200.9%</b>	<b>86.1%</b>	<b>16.6%</b>	<b>22.3%</b>	<b>25.8%</b>
<b>净利润</b>	<b>30.4</b>	<b>59.2</b>	<b>77.7</b>	<b>82.7</b>	<b>99.1</b>
<b>按业务单元进行的营收分析</b>					
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	47.0%	48.9%	50.3%	50.2%	50.7%
经营利润率	6.4%	10.8%	11.2%	12.1%	13.6%
净利润率	5.3%	9.3%	10.8%	10.2%	10.9%

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 2026 年持续扩张，营业利润维持稳健增长，我们预测亚马逊 2026 年营业利润将同比增长 22%。

### 谷歌 (GOOG US; 买入; 目标价: 396.0 美元): AI 拉动云及核心搜索业务强劲增长

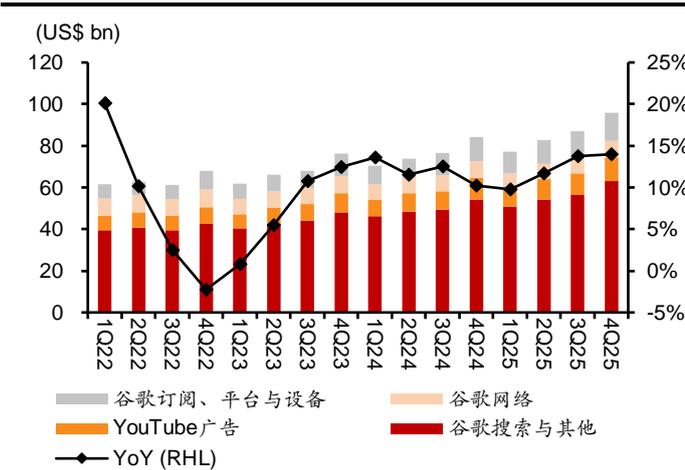
AI 持续驱动谷歌核心搜索业务以及云业务超预期增长, 4Q25 谷歌云业务收入同比增长 48%, 环比加速 14 个百分点, 同时在手订单金额同比增长超 100% 至 2,400 亿美元。尽管部分投资者对公司 FY26 较快的资本开支 (资本开支 1,750-1,850 亿美元, 同比增长 91%-102%) 以及费用增长存在担忧, 但我们认为在 AI 的驱动下, FY26 谷歌搜索和云业务的强劲表现将驱动公司营业利润的稳健增长。我们预计谷歌 FY26 云业务同比增长 42%, 公司整体运营利润同比增长 20%。我们看好谷歌依托其垂直整合的 AI 解决方案, 持续巩固在 AI 时代的行业领先地位。

谷歌 4Q25 总营收同比增长 18% 至 1,138 亿美元, 较一致预期高 2%, 主要得益于谷歌搜索及云业务的强劲表现; 营业利润同比增长 16% 至 359 亿美元, 略低于一致预期的 369 亿美元, 主要由于 Waymo 估值上调带来的 21 亿美元一次性股权激励费用计提。

4Q25 谷歌云业务多维度表现强劲: 1) 营收同比增长 48% 至 177 亿美元, 增长主要由企业级 AI 产品的强劲需求驱动; 2) 营业利润率同比提升 13 个百分点至 30.1%, 得益于规模效应释放及运营效率提升, 公司 2025 年通过模型优化将 Gemini 的单位服务成本降低了 78%; 3) 在手订单金额环比增长 55%、同比增长超 100% 至 2,400 亿美元, 增长依托多行业客户的强劲需求支撑, FY25 超 10 亿美元规模的订单数量已超此前三年总和。目前客户通过直连 API 调用 Gemini 的消耗量已达每分钟 100 亿 tokens, 较 3Q25 的每分钟 70 亿 tokens 实现显著提升。

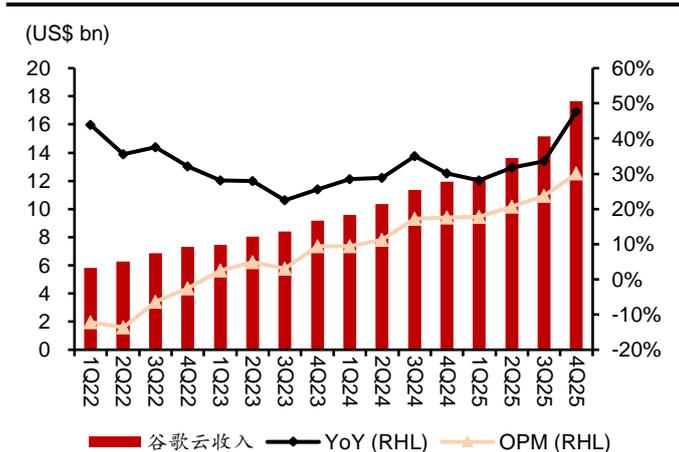
4Q25 谷歌搜索及其他业务营收同比增长 17% 至 631 亿美元 (3Q25/2Q25 同比增速分别为 15%/12%), 各行业广告需求均表现较为强劲。AI 已成为公司提升搜索体验与广告效果的核心驱动力: 1) AI Mode 自上线以来用户日均问询量实现翻倍, 且 AI Mode 下单次问询长度为传统搜索的 3 倍, 推动搜索场景更具备对话交互性; 2) AI 技术持续优化广告质量并提升广告主投放效率, 4Q25 广告主借助 Gemini 在 AI Max 及 PMax 平台生成的创意素材达 7,000 万份。4Q25 YouTube 广告营收同比增长 9% 至 114 亿美元, 增速有所放缓, 主因去年同期美国大选带来的高基数影响。

图 43: 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

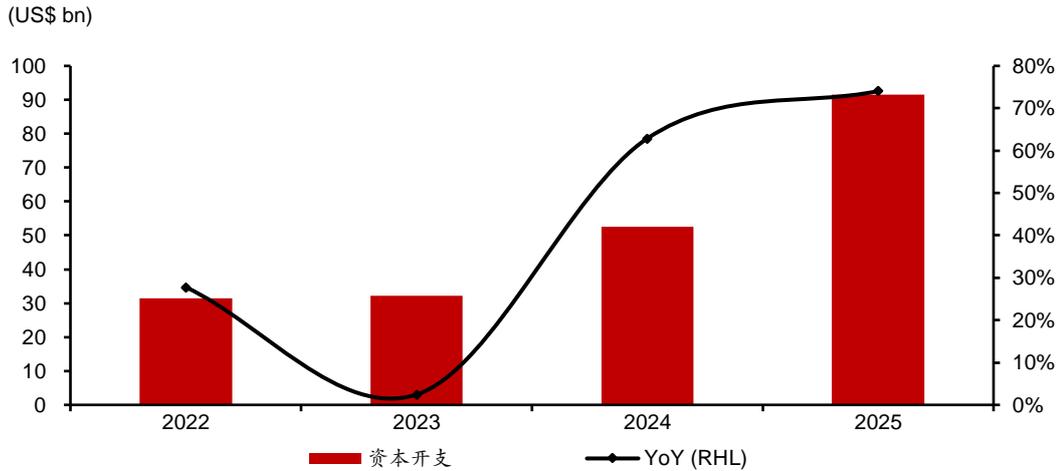
图 44: 谷歌云: 收入及同比增速



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

4Q25 公司整体营业利润率同比基本持平至 32%。管理层指引 FY26E 资本开支达 1,750-1,850 亿美元 (同比增长 91%-102%), 其中约 60% 投入服务器、40% 投入数据中心及网络设备。管理层预计资本开支大幅增加将推动 FY26E 折旧费用增速显著加快, 而 FY25 年公司折旧费用已同比增长 38% 至 211 亿美元。

图 45: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 FY26 仍然维持稳健的运营利润增长 (同比增长 20%) , 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加速的影响。

图 46:谷歌: 财务预测

(百万美元)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>总收入</b>	<b>307,394</b>	<b>350,018</b>	<b>402,836</b>	<b>464,445</b>	<b>527,877</b>
YoY	8.7%	13.9%	15.1%	15.3%	13.7%
谷歌服务	272,543	304,930	342,721	379,654	416,381
YoY	7.5%	11.9%	12.4%	10.8%	9.7%
谷歌云	33,088	43,229	58,705	83,335	110,002
YoY	25.9%	30.6%	35.8%	42.0%	32.0%
其他投资	1,527	1,648	1,537	1,583	1,621
YoY	43.0%	7.9%	-6.7%	3.0%	2.4%
<b>运营利润</b>	<b>84,293</b>	<b>112,390</b>	<b>129,039</b>	<b>154,820</b>	<b>178,797</b>
YoY	12.6%	33.3%	14.8%	20.0%	15.5%
<b>净利润</b>	<b>73,795</b>	<b>100,118</b>	<b>132,170</b>	<b>137,031</b>	<b>156,464</b>
YoY	23.0%	35.7%	32.0%	3.7%	14.2%
销售费用率	9.1%	7.9%	7.1%	6.6%	6.2%
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%	4.1%	3.9%
运营利润率	27.4%	32.1%	32.0%	33.3%	33.9%
净利润率	24.0%	28.6%	32.8%	29.5%	29.6%

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

## 半导体：海外 AI 资本开支强化下维持结构性景气，指数跑赢大盘 但估值仍处合理区间

自 2025 年以来，海外半导体板块持续跑赢大盘（标普 500 半导体及半导体设备指数累计上涨 40.4% vs. 标普 500 累计上涨 15.8%），反映市场对 AI 资本开支持续性与盈利兑现路径的定价权重上升：估值锚正从传统库存周期切换至 AI 驱动的结构性与产能前置配置。尽管估值自低位修复，但以半导体指数过去三年平均前瞻 P/E 约 24.5x 为参照，当前仍大致运行于历史均值附近，阶段性波动更多来自政策与风险溢价扰动，而非盈利预期的系统性下修。在需求可见度提升与订单及履约周期拉长的背景下，我们认为板块后续更可能通过盈利兑现消化估值，而非依赖显著估值压缩完成再定价。

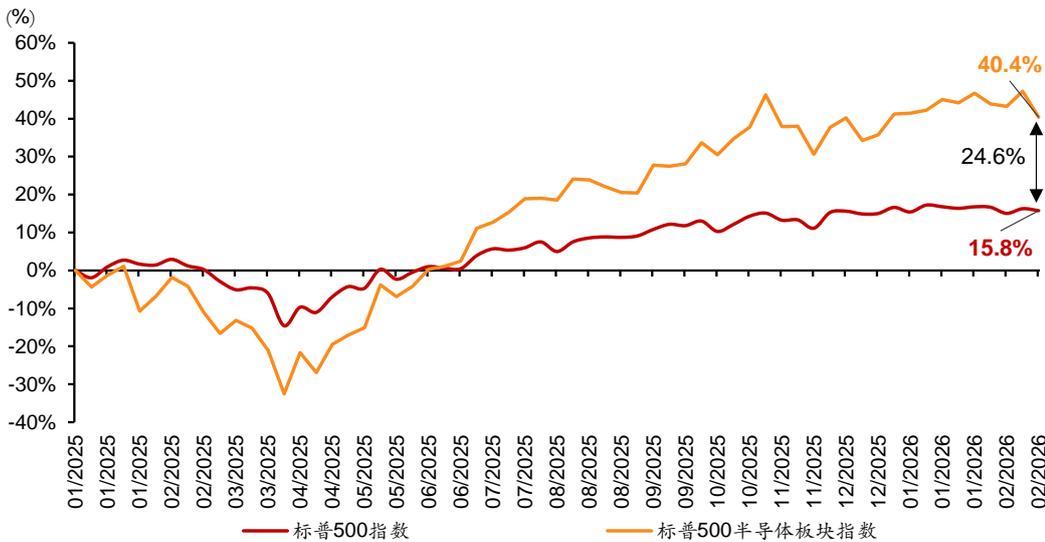
从驱动端看，海外云厂商资本开支已转向围绕中长期算力需求的系统性配置，并在 2024 至 2026 年持续强化：以谷歌、微软、Meta、亚马逊及甲骨文为代表，2025 年合计资本开支约 4,200 亿美元、2026 年彭博一致预期超过 6,000 亿美元，标志资本投入进入新的平台期。资本开支与收入比，资本开支与经营性现金流占比上行亦意味着未来 12 到 24 个月行业仍处高投入与高交付的紧平衡状态，市场关注点或逐步从算力到位率迁移至投入回报效率与 ROIC 改善路径。

从验证端看，晶圆厂与设备公司形成跨环节共振，说明景气并非单一节点或客户驱动，而是逻辑与存储两端同步受 AI 拉动并向工艺环节深化：台积电维持高毛利并上修中期增长与资本开支，阿斯麦订单结构更趋均衡且极紫外光刻机（EUV）与非 EUV 同时体现，泛林集团则反映投资向工艺深化、存储内部呈现动态随机存储器偏强、NAND 型闪存节奏相对滞后但趋势向上的结构特征，更像产能与洁净室资源约束下的节奏差异而非需求走弱。

从光模块环节看，互连正在成为系统级约束变量，配置强度上行将资本开支受益面从算力端进一步拓展至网络侧：光模块需求的核心不只是链路数量增加，而是端口密度提升与速率代际升级共同驱动配置强度系统性上行。技术路径上，短中期仍以高速可插拔方案为主并向线性可插拔演进；近封装/共封装光学更可能以验证与小规模导入推进，规模化放量窗口偏后（我们认为更可能在 2027 年以后），因此中期确定性仍集中在可插拔形态下的速率升级与交付约束。在此框架下，我们继续推荐中际旭创（300308 CH），重申买入评级，目标价 707 元人民币。公司处于高速可插拔光模块这一当前最具确定性的价值捕获环节，受益于 800G 向 1.6T/3.2T 的代际升级与头部客户交付节奏强化，叠加上游关键器件供需紧平衡带来的交付与定价杠杆向下传导，有望更充分兑现订单与盈利弹性。近期股价波动更多体现为市场情绪与预期扰动，我们判断公司基本面与中期产业趋势并未发生实质性变化。

从 AI 加速器端来看，在资本开支高位运行下延续高景气，但边际关注更多转向结构分化：GPU 主导格局仍稳固，同时专用加速器（ASIC）参与度提升将使部分工作负载在通用 GPU vs. ASIC 之间出现更清晰的分层与分流；短期业绩披露节奏亦将强化对头部公司后续指引的验证需求，进而影响市场对算力链条景气斜率与竞争格局的再定价。

图 47: 标普 500 及其半导体板块指数自 2025 年以来累计收益率



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场  
注: 基准比较日期为 2025 年 1 月 3 日

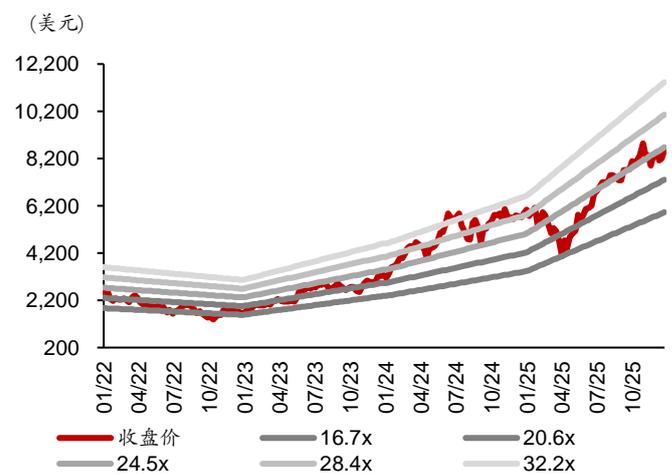
自 2025 年以来, 标普 500 半导体及半导体设备指数累计上涨 40.4%, 显著跑赢同期标普 500 指数 15.8% 的涨幅, 对应超额收益约 24.6 个百分点。板块持续跑赢并非单一事件驱动, 而是源于市场对 AI 资本开支持续性与盈利兑现能力的再评估。半导体的估值锚正从传统库存周期与景气波动, 逐步转向 AI 驱动的结构成长性成长与产能前置布局。

图 48: 标普 500 半导体及半导体设备指数 P/E



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 49: 标普 500 半导体及半导体设备指数 P/E 区间



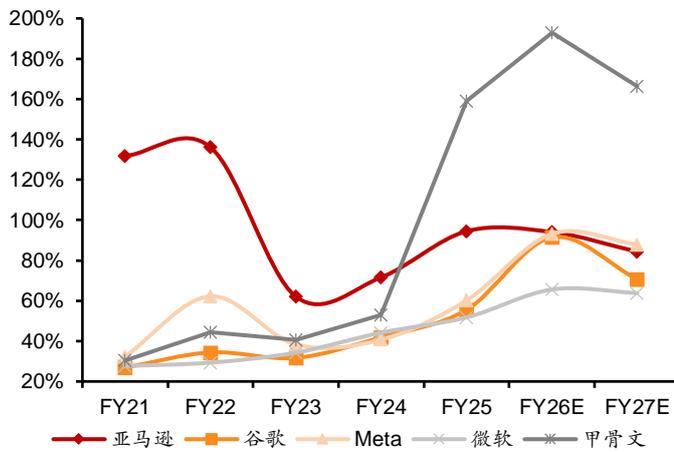
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

以标普 500 半导体及半导体设备指数为例, 过去三年平均前瞻 P/E 估值倍数约为 24.5x。当前估值虽已自前期低位回升, 但仍运行于历史均值附近, 处于合理区间内。2025 年四月份指数由于“特朗普审判日”一度出现的阶段性回调, 更多反映贸易政策不确定性上升带来的风险溢价调整, 而非基本面或盈利预期发生实质性恶化。随着相关扰动逐步消化, 在资本开支与需求可见度持续增强的背景下, 估值下行风险相对可控, 后续更有望通过盈利兑现而非估值压缩来消化波动。

## AI 资本开支由阶段扩张转向系统性配置

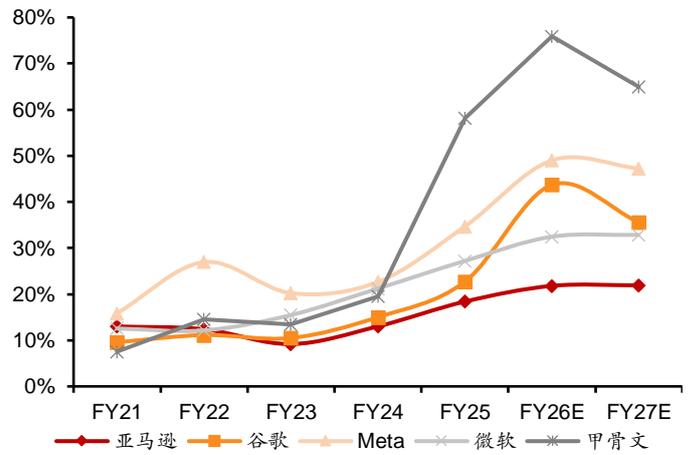
从近期海外云厂商披露的业绩与指引来看，AI 驱动下的资本开支周期仍在强化，且决策逻辑已由阶段性扩张转向围绕中长期算力需求的系统性配置。资本开支不再仅用于缓解短期供给约束，而是前瞻性部署 AI 训练与推理所需的算力、数据中心及网络基础设施。算力需求高增长、供给瓶颈尚未完全消除的背景下，在手订单与履约周期进一步增强了硬件需求的可见度。规模层面，谷歌、微软、Meta、亚马逊及甲骨文五家公司 2025 年合计资本开支约 4,200 亿美元，预计 2026 年将超过 6,000 亿美元（彭博数据及一致预期），标志着行业资本投入进入新的平台期，并为上游先进制程、关键设备及高端算力与存储资源提供了持续且可预期的需求支撑。

图 50：海外大型云厂商资本开支/收入比



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 51：海外云厂商资本开支/运营现金流比



资料来源：彭博，招银国际环球市场

在 AI 驱动下，海外头部云厂商的资本开支逻辑已由阶段性扩张，转向围绕中长期算力需求的系统性配置。自 2023 年起，这一趋势开始显性化，并在 2024-26 年周期内持续强化，资本投入重点由通用 IT 基础设施，进一步向 AI 相关的算力、数据中心、电力与网络互连环节集中。资本开支不再仅用于缓解短期供给瓶颈，而更多体现为对未来算力规模与性能上限的前置布局。以谷歌、微软、Meta、亚马逊及甲骨文为例，其资本开支占收入比已由 2022 年的 13.6% 提升至 2025 年的 24.4%，并预计在 2026 年进一步上升至 34.3%（彭博一致预期）。

从投入强度与现金流约束看，本轮 AI 周期显著抬升了资本密集度与自由现金流消耗水平。上述云厂商资本开支占经营性现金流比已由 2022 年的 54.8% 升至 2025 年的 68.3%，并预计在 2026 年逼近 90.4%（彭博一致预期），反映未来 12-24 个月内造血能力与投资强度将维持紧平衡状态。少数处于追赶阶段的平台通过前置资本开支、以资产负债表换取未来订单与份额，呈现更高的杠杆化投入特征；而具备更强商业化能力的平台，则在高投入周期中仍能维持相对稳健的现金流结构，资本纪律差异开始拉开。向前看，2026-2027 年或为本轮 AI 基础设施投资周期中资本密集度的阶段性高点，随着算力与数据中心部署逐步完成，2027 年起行业有望由重投入期过渡至消化与兑现期，市场关注焦点亦将从算力到位率转向 AI 投入的回报效率与 ROIC 改善路径。

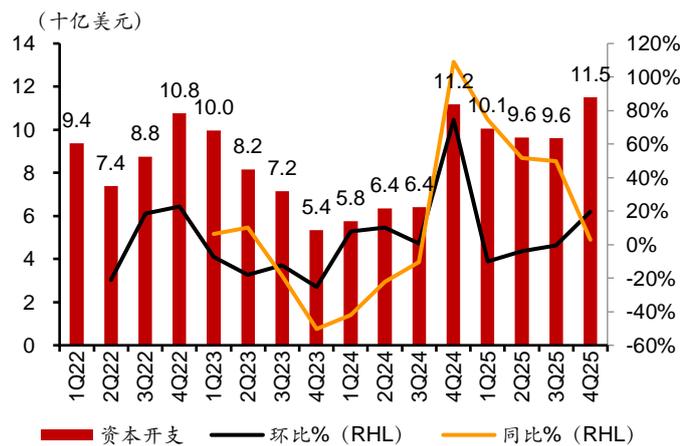
## 晶圆厂与设备共振：高位需求在制造与设备端形成跨环节验证

本轮半导体景气的核心变化在于，AI 驱动的算力平台建设正在抬升半导体制造端盈利中枢，并将资本开支由周期性波动转向中期前瞻配置。这一趋势已在制造与设备环节形成交叉验证：台积电在先进制程高负载下维持高毛利并上修中期增长与资本开支，反映需求并非短期补库存；阿斯麦订单在逻辑与存储之间更趋均衡，且先进与成熟设备同步体现，说明投资覆盖面扩大；泛林集团则显示资本开支向工艺深化延伸，存储内部呈现动态随机存储器（DRAM）当下偏强、NAND 型闪存稍有滞后但趋势向上的结构特征，这更多体现在产能与洁净室资源约束下投资节奏的阶段性差异，而非需求明显转弱。

### 台积电（TSM US，未评级）：AI 盈利能力验证，资本开支进入前瞻配置阶段

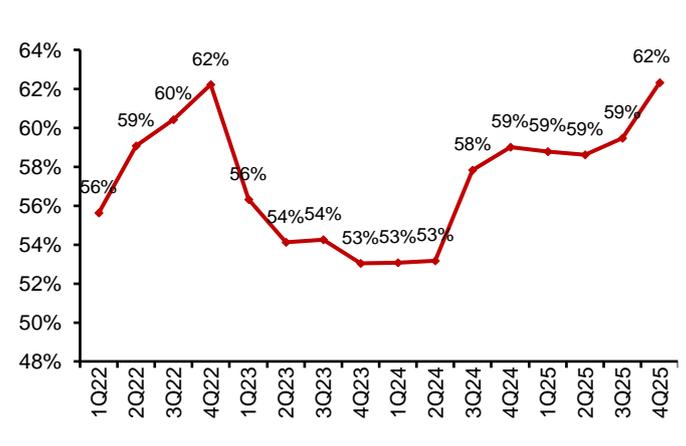
台积电 2025 全年营收 1,224 亿美元（同比上涨 35.9%）、毛利率 59.9%，增长与盈利的同步抬升主要由先进制程占比提升及 AI/高性能计算需求的结构性放量驱动。单季看，4Q25 营收 337 亿美元（环比上涨 1.9%），毛利率环比提升 2.8 个百分点至 62.3%，并较公司指引上沿高出 1.3 个百分点，反映在先进制程与高负载运行环境下，公司执行力与成本控制能力仍处于行业领先水平。展望 1Q26，公司指引营收 346 至 358 亿美元、毛利率 63 至 65%，显示 60%及以上毛利率在短期内具备较强可持续性。更为关键的是，管理层将 2026 年营收增长展望上修至接近 30%，显著高于其对 Foundry 2.0 行业约 14% 的增长判断，并同步将 2026 年资本开支上调至 520 至 560 亿美元，表明其对中长期需求能见度的信心进一步增强。从业务结构与中长期视角看，台积电盈利能力的提升与资本开支前移均围绕 AI 展开。公司披露，AI 加速器相关收入在 2025 年已接近总收入的两成水平，并将 2024 至 2029 年的五年期 AI 加速器收入 CAGR 上调至 50% 以上，同时将同期公司整体收入 CAGR 上修至约 25%，凸显 AI 已由边际贡献转变为核心增长引擎。在资本开支安排上，管理层明确本轮投入以支持客户 AI 需求为首要目标，并以前瞻方式规划 2028 至 2029 年的供给能力，而 2026 至 2027 年的产出增长更多依赖生产效率提升与跨制程节点的产能优化。

图 52：台积电资本开支金额及趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 53：台积电毛利率趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

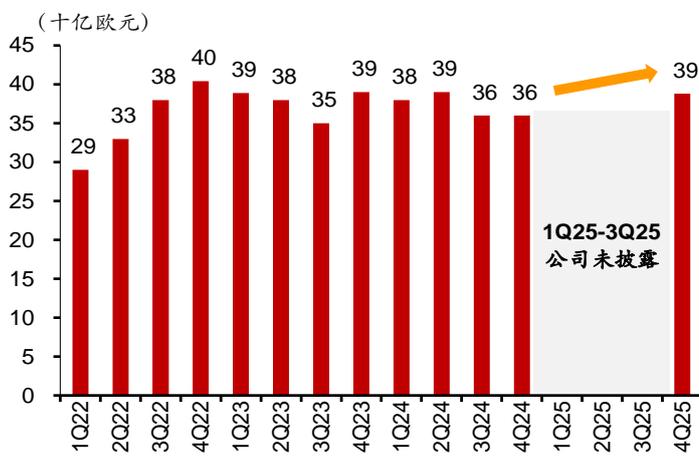
### 阿斯麦（ASML US，未评级）：设备订单结构改善，晶圆厂资本开支覆盖面扩大

阿斯麦 2025 年第四季度业绩整体符合公司指引，当季实现营收 97 亿欧元、毛利率 52.2%；其中系统销售 76 亿欧元，装机基础管理（IBM）收入 21 亿欧元，显示存量装机相关需求保持稳定。更值得关注的是订单端表现：4Q25 新增订单 132 亿欧元，明显高于当季收入，

其中 EUV 订单 74 亿欧元、非 EUV 订单 58 亿欧元；从结构看，存储相关订单占 56%、逻辑占 44%。全年口径下，FY25 实现营收 327 亿欧元、毛利率 52.8%，年末在手订单规模约 388 亿欧元，为后续交付提供了一定可见度。

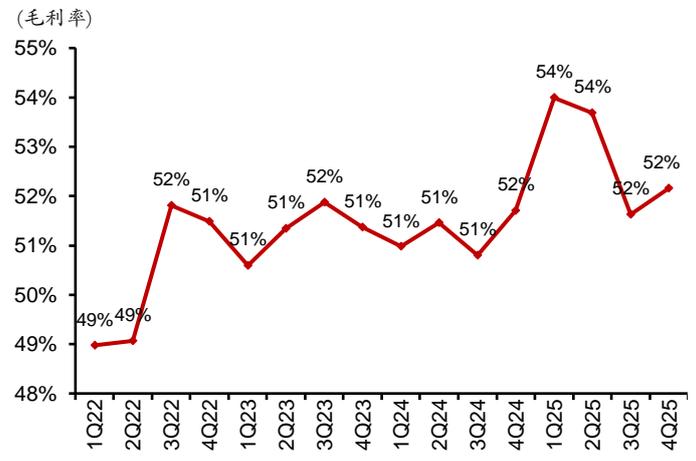
管理层在最新季度电话会上进一步强调，下游晶圆厂资本开支并非由单一客户或单一制程驱动，而是同时覆盖逻辑与存储两端。从 4Q25 订单构成来看，新增订单不仅规模高于当季收入，更重要的是在结构上呈现出逻辑与存储更趋均衡的特征：存储端订单占比提升，反映相关资本开支在当季的贡献度上行；同时 EUV 与非 EUV 订单均有体现，说明需求并未集中于单一产品线。公司亦提及，AI 数据中心相关需求正在推动逻辑端先进制程与存储端扩产同步推进，尤其指出 HBM 及相关存储需求保持强劲。展望 2026 年，阿斯麦给出的全年营收指引区间为 340 至 390 亿欧元、毛利率 51 至 53%，管理层解释区间较宽主要与客户晶圆厂建设进度及设备交付、导入节奏有关，而非需求意愿发生变化。同时，公司披露 2026 年中国区收入占比预计约 20%。

图 54：阿斯麦未完成订单金额



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 55：阿斯麦毛利率趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

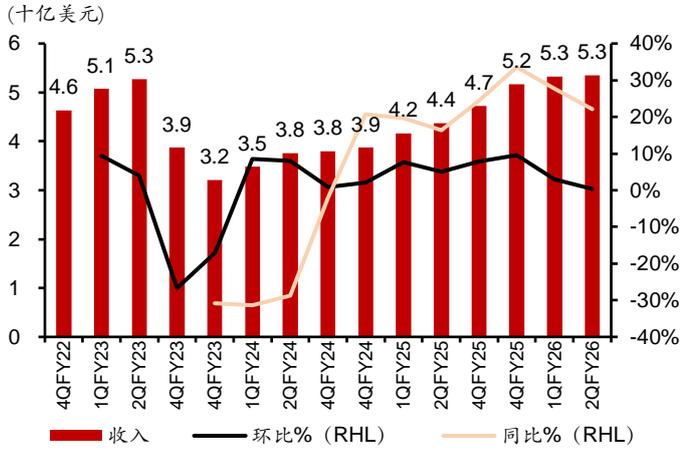
**泛林集团 (LRCX US, 未评级)：业绩维持高位，映射晶圆厂资本开支向工艺环节深化**

泛林集团 2QFY26 (财年结于 6 月) 业绩整体好于公司指引中枢。当季实现营收 53.4 亿美元，连续第 10 个季度实现环比增长；非 GAAP 毛利率 49.7%，虽环比小幅回落约 1 个百分点，但仍高于指引上沿，主要受客户与产品组合变化影响。公司同时给出 3QFY26 (截至 2026 年 3 月) 指引：营收 57 亿美元 (上下浮动 3 亿美元)，毛利率 49% (上下浮动 1 个百分点)。

从业务结构与管理层表述看，公司当前接收到的需求信号与阿斯麦、台积电所反映的趋势高度一致：晶圆厂资本开支并非单一节点或单一品类驱动，而是逻辑与存储芯片 (DRAM 与 NAND) 并行修复。二季度，公司系统收入中晶圆厂商占比 59%、存储厂商占比 34% (其中 DRAM 达 23%)，DRAM 投资主要集中在 HBM3E/HBM4 相关节点迁移。而非易失性存储虽阶段性占比回落至 11%，更多体现为在洁净室资源受限背景下客户优先保障动态随机存储器产能配置，而非需求端明显转弱。管理层明确指出，2026 日历年非易失性存储将重新进入增长阶段，其增长路径将以技术升级和层数提升带动比特产出增长为先，新建产能扩张为后；随着洁净室空间逐步释放，新增产能建设更可能集中在 2027 或之后落地。整体来看，存储投资节奏呈现“动态随机存储器当前偏强、非易失性存储滞后一拍但趋势向

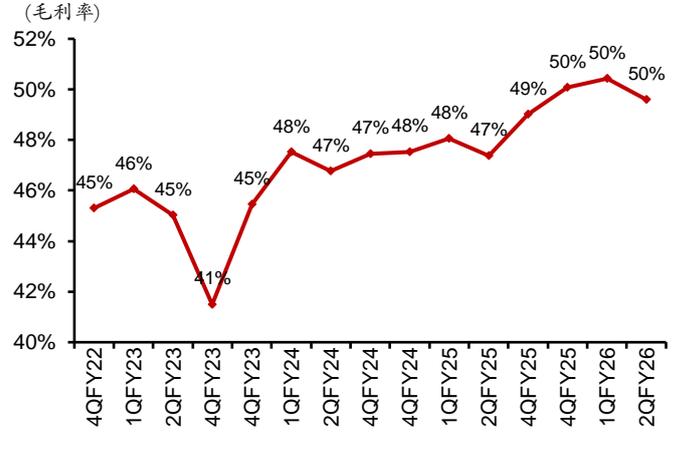
上”的结构特征，而非单边景气或阶段性退潮。公司同时给出 **2026 年全球半导体制造设备市场约 1,350 亿美元**的判断，并强调当前行业投资受制于洁净室供给而非终端需求不足。

图 56: 泛林集团收入趋势



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 57: 泛林集团毛利率趋势



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

## 光互连成为系统级约束变量，配置强度持续上行

在云厂商资本开支持续强化的背景下，AI 投资对硬件产业链的拉动正由算力供给端进一步向互连供给端延伸。随着 AI 集群规模持续扩张、单位机柜功耗与算力密度显著提升，训练与推理对带宽、时延与确定性的要求同步抬升，互连已不再只是算力连接的配套环节，而逐步演变为制约集群利用率、可扩展性与总体拥有成本的系统级关键约束。在这一过程中，光模块的需求逻辑也从传统以 scale-out/scale-across 为主的跨交换层互连，逐步外溢至对带宽密度与时延更为敏感的 scale-up 场景（如加速集群内部及更紧耦合的交换互连），其结果并非简单体现在链路数量增加，而是端口密度提升与速率升级共同推动光互连配置强度的系统性上行。据 LightCounting 预测，2025 年全球光模块及相关产品市场规模将超过 230 亿美元，同比增长约 50%，其中以太网光模块规模约 170 亿美元、同比增速接近 60%，反映云厂商资本开支正以更直接的方式向网络互连环节渗透并兑现为需求增量（[链接](#)）。

进一步结合 NVL72 单机架测算可见，在网络层级由 2 层扩展至 4 层的过程中，光模块相关成本由 36 万美元提升至 57 万美元（+56%），对应功耗由 4.6kW 上升至 7.0kW（+52%），带动网络侧整体成本与功耗合计分别增加 72% 与 89%。这一结果表明在集群规模持续扩展的背景下光互连已成为网络侧 TCO 与能耗变化中弹性最高的核心变量之一。

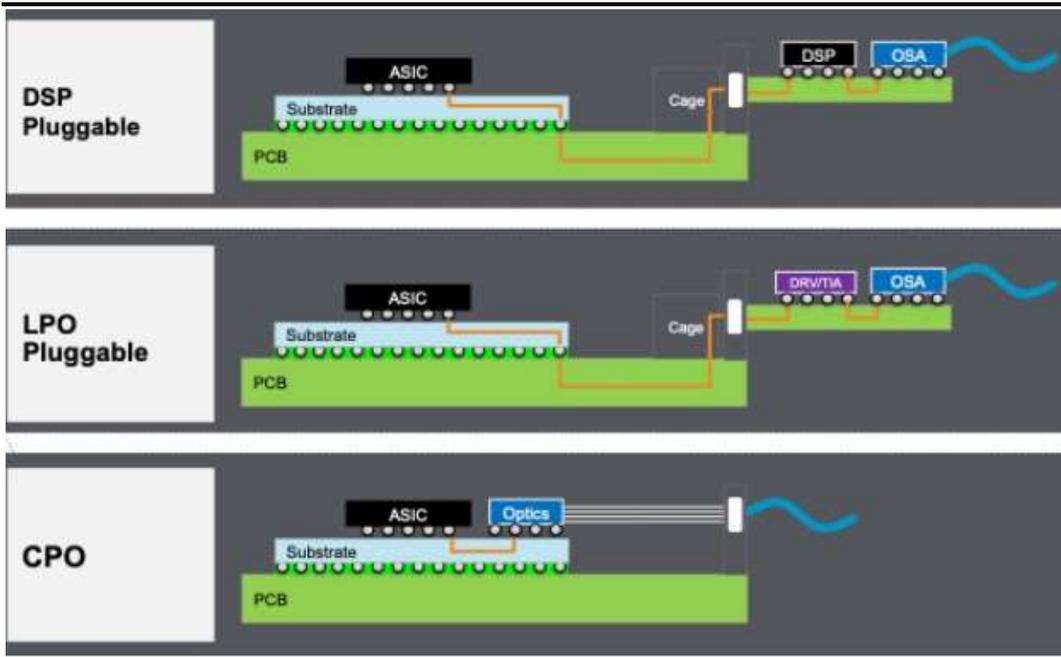
图 58：单机架 72-GPU 服务器，在不同网络层级架构下的成本与功耗测算

项目	2 层网络 (<=10,368 GPU)		3 层网络 (<=746,496 GPU)		4 层网络 (<=5,370 万 GPU)	
	成本 (美元)	功耗 (瓦)	成本 (美元)	功耗 (瓦)	成本 (美元)	功耗 (瓦)
服务器	4,357,943	142,000	4,357,943	142,000	4,357,943	142,000
光模块	363,125	4,600	499,925	6,184	568,325	6,976
成本占比%	7.0%		9.1%		10.1%	
交换机	208,681	5,214	312,681	8,014	416,681	11,606
光纤、电缆及 其他	17,723	N/A	24,338	N/A	30,953	N/A
网络小计	589,529	9,814	836,944	14,198	1,015,959	18,582
其他	269,152	281	269,152	281	269,152	281
合计	5,216,624	152,095	5,464,039	156,479	5,643,054	160,863

资料来源：SemiAnalysis，招银国际环球市场

从技术路径看，行业正沿着以高速可插拔光模块为核心、并向 LPO（线性可插拔光模块）演进的方向持续优化，同时在更长期维度上探索向近封装/共封装光学（NPO/CPO）过渡。头部厂商（包括英伟达、博通）已公开展示相关样机与路线图，但从 Lumentum（LITE US，未评级）2QFY26（财年结于 6 月）电话会反馈以及产业界的普遍共识来看，在可靠性、可维护性、热管理以及生态成熟度等关键约束尚未完全解决之前，CPO/NPO 更可能以验证与小规模导入的方式推进，而非快速进入规模化部署阶段，我们认为大规模放量的时间窗口更可能落在 2027 年以后。因此，在可预见的中期周期内，可插拔光模块仍将是 AI 数据中心互连的主流承载形态，资本开支的确定性也将主要体现为更高端口密度、更高速率（由 800G 向 1.6T/3.2T 演进）以及更严格的交付节奏与良率要求。在这一框架下，光互连产业链的景气度传导路径将更为清晰地由需求端向供给端展开，即从上游光器件（激光器、光芯片），到中游光模块集成，形成层层递进、具备可见度的结构性机会。

图 59：可插拔光模块与 LPO/CPO 技术路径区分



资料来源：博通，招银国际环球市场

**Lumentum (LITE US, 未评级)：AI 光互连需求加速释放，器件扩产与定价能力同步强化**

Lumentum 公司 2QFY26 (财年结于 6 月) 延续强劲势头并显著超预期：当季营收 6.7 亿美元、同比+65%，连续第二个季度创历史新高；non-GAAP 毛利率 42.5%，得益于规模效应、产品结构改善与选择性定价共同驱动盈利能力快速抬升。公司对三季度指引营收 7.8 至 8.3 亿美元、经营利润率 30%至 31%，显示高增长与高盈利的可见度进一步增强。

增长主要来自云与 AI 相关需求在组件与系统端的同步放量：二季度 Components 4.44 亿美元 (环比+17%)，受益于电吸收调制激光芯片 (EML) 与数据中心相关器件；Systems 2.22 亿美元 (环比+43%)，云光模块贡献显著。供给侧方面，公司明确 InP/EML 40%扩产目标已前置，本季度完成超 20%，并强调后续季度仍将释放增量；同时通过 LTA 锁定产能至 2027 年，在需求持续强劲背景下为定价与交付提供保障。产品结构上，200G EML 虽仅约 5%出货量，却贡献约 10%的数据中心激光芯片收入，公司预计 2026 年年底 200G 出货量占比将达到 25%。此外，OCS (光交换机) 在手订单超 4 亿美元、下半年开始交付，成为新增量来源。

图 60：Lumentum 公司 4QFY25-2QFY26 业绩小结

时间	业绩亮点	InP/EML 产能	供需缺口	产品结构
4QFY25 (2QCY25)	Cloud & Networking 强劲，EML 出货创新高；扩产按计划推进	管理层在 Q&A 中解释仍在 3 英寸至 4 英寸过渡，完成后将再上一个台阶，且后续还将向 6 英寸 InP 基板演进	明确完全 sold out / 产能有限、需求很大，并强调未来几个季度供需偏紧是定价讨论的背景	强调 200G lane speed EML 芯片出现大订单、预计在 12 月季度交付；并称 2026 年是 100G/200G 激光芯片大放异彩的一年

<b>1QFY26</b> <b>(3QCY25)</b>	订单/需求强劲，公司服务能力在改善	把 40%明确为：InP 产能预计未来几个季度提升 40%，并点出驱动来自良率/吞吐进展好于预期	供需缺口量化：EML 短缺 25%-30%，较上季约 20%进一步扩大	200G 预计在 2026 年初占比约 10%，且强调资源分配优先级偏高毛利/高价值
<b>2QFY26</b> <b>(4QCY25)</b>	Components 收入达 \$4.44 亿元，环比 +17%、同比 +68%（由激光芯片/组件需求拉动）	关键表述升级：公司称已将 40%扩产目标前置，并在本季度交付了超过一半，按口径意味着已实现 >20% 的增量	产能依旧被完全分配、紧张未根本缓解	200G 器件约 5% unit volume，但贡献约 10% 数据中心激光芯片收入

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

### Coherent (COHR US, 未评级)：订单可见度外溢至中期，InP 扩产兑现强化盈利弹性

公司 2QFY26（财年结于 6 月）业绩延续 AI 数据中心高景气与供给端爬坡兑现的主线。公司收入 16.9 亿美元，环比+7%/同比+17%（剔除已出售业务为环比+9%/同比+22%），非 GAAP 毛利率 39%、经营利润率 19.9%，均实现环比改善。更具前瞻性的信号在于订单端：数据中心业务 book-to-bill 超过 4 倍，客户下单节奏明显前移，管理层明确 2026 年基本被预订、订单快速外溢至 2027 年，并已获得至 2028 年部分长期供货协议。这一组合表明当前增长并非短期补库，而是 AI 基础设施扩张下、供给跟随需求持续上修的中期周期。

季度增长几乎全部来自数据中心及通信板块，该板块已贡献 70%+收入，环比上涨 11%/同比上涨 34%，其中数据中心子业务环比上涨 14%，由 800G 与 1.6T 光模块同步放量驱动，公司指引未来两个季度数据中心仍维持双位数环比增长。供给端方面，管理层继续将核心瓶颈聚焦于 InP 器件（尤其 EML/CW Laser），并通过 6 英寸 InP 产线加速爬坡：目标在日历年内实现内部 InP 产能翻倍，当前实际开始生产的晶圆数量已接近目标的 80%，且 6 英寸良率与成本结构均优于 3 英寸，有望同时缓解供给约束并支撑毛利率。结构性增量方面，CPO 与 OCS 仍处于放量早期但方向清晰：公司已获得头部客户的 CPO 大额订单（2026 下旬开始贡献收入），OCS 客户合作数超过 10 家、未完成订单金额持续增长。

图 61: Coherent 公司 4QFY25 至 2QFY26 业绩小结

季度	数据中心需求	核心瓶颈	InP 产能进展	模块 / 组装产能	CPO 定位
<b>4QFY25</b> (2QCY25)	800G 为绝对主力，需求来自云厂商 scale-out 网络；1.6T 已开始小规模出货，仍处早期导入阶段	InP 器件 (EML / CW Laser) 被首次点名为潜在中期约束	Sherman (德州) 6-inch InP 产线启动，FY25 年 InP 总产能同比实现 3 倍增长	组装端尚未成为主要限制，仍以器件供给为主	CPO 仍处于技术验证与客户联合开发阶段
<b>1QFY26</b> (3QCY25)	1.6T 明显加速导入，多客户并行推进；技术路径以 EML+SiPh 为主，VCSEL 方案更靠后	InP (尤其 EML) 成为增长天花板，数据中心放量被器件交付节奏限制	6-inch InP 正式投产，且良率已高于 3-inch；同时在 Tarfala (瑞典) 并行导入第二条产线	明确启动下游扩产：Ipoh / Penang (马来) + 越南扩充光模块组装	与头部 AI 数据中心客户深度合作，但仍未形成规模收入
<b>2QFY26</b> (4QCY25)	800G+1.6T 同步放量，数据中心收入 QoQ +14%，指引后续季度仍维持双位数环比增长	瓶颈开始缓解但仍偏紧，行业层面供需尚未回到平衡	内部 InP 产能年底翻倍为明确目标；以 wafer starts 衡量，当前已达目标的 ~80%	组装端同步扩张以承接放量需求，器件不再是唯一限制	已获得来自头部客户的大额 CPO 订单，预计年内后段开始贡献收入

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

**由器件到模块：上游供给改善下的中国本土光模块业绩兑现与技术演进**

在上游 (Lumentum/Coherent) 持续强调 InP (EML/CW) 产能扩张加速、但供需紧平衡仍将延续的背景下，下游中际旭创 (300308 CH, 买入, 目标价: 707 元人民币) 与新易盛 (300502 CH, 未评级) 对 2025 年交出的业绩预告基本把同一条产业链逻辑坐实：需求端由 AI 数据中心高速互联驱动的量价齐升仍在延续。具体看，新易盛预计 2025 年归母净利润 94 至 99 亿元，同比上涨 231.2%至 248.9%；中际旭创 2025 全年营收为 382 亿元 (同比上涨 60.3%)，归母净利润为 108 亿元 (同比上涨 109%)。从产业链定位与技术路径看，新易盛与中际旭创牢牢处于可插拔光模块这一当前最具确定性的价值捕获环节，其盈利弹性主要来自客户份额、速率代际升级 (800G 到 1.6T/3.2T)、以及产品结构向硅光与高端规格倾斜。围绕 NPO/CPO 的讨论，更应放在演进而非替代的框架下理解：**2026–27 年超大规模数据中心的 scale-out/scale-across 网络部署核心形态仍将是可插拔模块，NPO 更多是局部集成或形态延伸，并不会对模块龙头形成实质性挤出。**相反，随着上游 InP (尤其 EML 与高速 CW laser) 扩产推进，供应链瓶颈的阶段性缓解更有利于模块厂兑现订单与盈利。

## 算力端：资本开支高位运行，GPU 格局稳定，ASIC 参与度提升，竞争进入新阶段

在算力侧，AMD (AMD US, 未评级) 2025 年四季度收入 103 亿美元，同比+34%、环比+11%；毛利率 57%，若剔除 3.6 亿美元 MI308 存货减值回转及对华 MI308 出货影响，核心毛利率约 55%，同比仍改善。拆分来看，数据中心收入 54 亿美元（同比上涨 39%、环比上涨 24%），由 EPYC CPU 与 Instinct GPU (MI350) 共同驱动；客户端收入 31 亿美元（同比上涨 34%、环比上涨 13%）；游戏收入 8.4 亿美元（同比上涨 50%、环比下滑 35%）；嵌入式收入 9.5 亿美元（同比上涨 3%）。公司指引下季度收入约 98 亿美元（上下浮动 3 亿美元），其中包含约 1 亿美元对华出货 (MI308)。

尽管公司四季度整体业绩表现稳健，市场关注点仍集中在中期增长确定性与竞争格局变化。一方面，公司计划于 2026 年下半年推出 MI450，届时将与英伟达 Rubin 放量及谷歌自研 TPU 扩张形成更直面竞争，市场将关注其放量节奏与份额获取情况。谷歌 TPU 属于自研专用加速器 (ASIC)，在特定训练与推理场景中具备功耗与成本优化优势，若其部署规模持续扩大，可能对通用 GPU 的需求结构产生分流效应。另一方面，一季度收入指引虽与彭博一致预期大致相当，但未体现明显上修，数据中心业务增速能否进一步抬升仍待观察。此外，公司仍有一定中国区收入贡献，未来出货节奏与政策环境存在不确定性。在上述因素影响下，公司股价在业绩发布后出现较大幅度调整。

北京时间 2026 年 2 月 24 日，AMD 与 Meta 达成的合作协议，本质上是 AMD 通过让渡股权来锁定未来的市场份额 ([链接](#))。虽然这种模式在去年公司与 OpenAI 的合作中已见雏形，但这次 Meta 协议的规模更具冲击力，涉及高达 6GW 的算力规模。对于 Meta 来说，核心诉求是降低对英伟达高溢价产品的依赖并实现供应链多样化；而对于 AMD 而言，这 1.6 亿股认股权证的背后，是为了确保 2026 年下半年 MI450 上市时，能有足够庞大且稳定的客户群来对冲英伟达 Rubin 架构的市场竞争压力。

图 62：自 2023 年 AMD 数据中心季度收入趋势及 1Q26 指引

时间段	数据中心收入 (包含 GPU/CPU 等) 单位: 美元	AI GPU 营收及趋势
1Q23	12.95 亿	起步期数据中心营收占比较小，主要由 EPYC 服务器 CPU 贡献
2Q23	13.21 亿	MI300 逐步上量，主要为老款 MI250 销售及研发投入阶段
3Q23	15.98 亿	管理层确认 MI300 将于 4Q 开始产生显著营收
4Q23	22.82 亿	MI300 开始规模出货，单季 AI GPU 营收超过 4 亿美元
1Q24	23.37 亿	快速爬坡，MI300 累计销售额突破 10 亿美元 (含 4Q23)，预计全年 GPU 收入为 40 亿美元
2Q24	28.34 亿	MI300 销售额单季破 10 亿美元
3Q24	35.49 亿	持续增长由于需求强劲，管理层将 2024 全年 AI 芯片营收指引上调至超过 50 亿美元
4Q24	38.59 亿	全年数据中心营收接近翻倍，AI GPU 总营收超过 50 亿美元

1Q25	36.74 亿	高位盘整受季节性因素及新旧产品交替影响，营收略有回落，但仍同比增长 57%
2Q25	32.40 亿	短期顺风营收环比下降，主要受 MI308 出口管制影响。但 EPYC CPU 销售依然强劲。
3Q25	43.41 亿	强势反弹 MI350 系列开始爬坡，推动数据中心营收创下当时的季度新高
4Q25	53.8 亿	历史新高，受 MI350 系列大规模部署及服务份额提升驱动，单季营收大增 39%
1Q26 公司指引	N/A	总收入预计同比上涨 32%，其中管理层预计将有 1 亿美元中国区收入 (MI308 AI GPU)

资料来源：AMD，招银国际环球市场

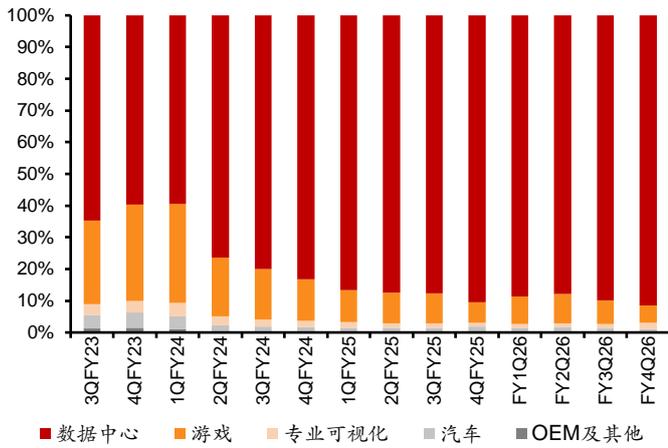
### 英伟达 (NVDA US, 未评级)：龙头地位继续稳固，Blackwell 全面放量，网络连接构筑护城河，竞争进入“代币经济”新周期

英伟达 (NVDA US, 未评级) 交出了一份超市场预期 的 2026 财年四季度答卷。公司单季收入达 680 亿美元 (同比+73%、环比+20%)，毛利率 (GPM) 逆势上扬至 75.2%，不仅有力回击了市场对内存 (如 HBM) 等核心组件成本上升的担忧，更进一步确立了其在高端 AI 加速器市场的定价权。拆解来看，数据中心业务 (DC) 依然是核心支柱，收入达 620 亿美元 (占比超 91%)，其中 Blackwell 架构已占据 DC 收入约 2/3，显示出顶级客户对高性能算力的真实需求并未因基数抬升而放缓。

我们认为市场对英伟达的估值逻辑正从单纯的“卖铲人”向“算力变现效率”转型。一方面，推理端的需求拐点已经显现。管理层披露推理收入已与训练持平，这标志着 AI 应用已进入代币经济学 (Tokenomics) 阶段：每一枚 Token 的生成都直接对应客户的商业化收入，这种投入即产出的正向循环极大缓解了市场对 AI 泡沫的焦虑。另一方面，英伟达的数据中心中的网络业务表现惊人，110 亿美元的季度收入 (同比增长 263%) 意味着其竞争壁垒已从单一的 GPU 扩展至以 NVLink 和 Spectrum-X 为核心的超大规模算力工厂系统级方案，这种结构化的护城河短期内令挑战者难以逾越。

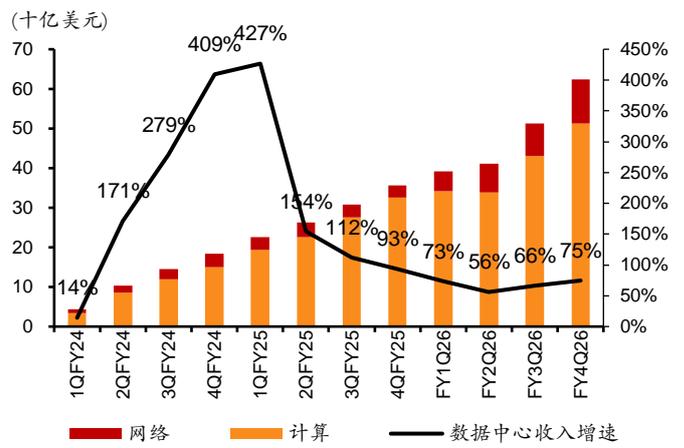
放眼 2H26，英伟达的战略重心已前置部署至 Vera Rubin 平台。尽管 AMD 试图通过 MI450 夺取份额，但英伟达计划于 2H26 交付的 Rubin 平台通过 10 倍的推理成本降幅和针对混合专家模型 (MoE) 的训练优化，实质上是在进行降维打击。对于大型云服务商而言，选择 Rubin 平台产品并非单纯追求算力峰值，而是为了获得最优的性能功耗比与投入产出比，从而在日益激烈的 AI 代理 (Agentic AI) 竞赛中保持财务理性。管理层指引 1QFY27 收入将进一步跃升至 780 亿美元，并且其业绩指引中已主动剔除中国区相关预期，同时预计 2026 全年毛利率将维持在 70% 左右的中段水平 (Mid-70%)。

图 63: 英伟达过往季度收入拆分



资料来源: 英伟达, 招银国际环球市场

图 64: 英伟达过往季度数据中心收入拆分



资料来源: 英伟达, 招银国际环球市场

图 65: 部分全球头部 AI 硬件及相关公司估值

公司名称	代码	市值 百万美元	市盈率 (倍)			每股收益 (美元)			股价表现 (%)	
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	今日	年初以来
<b>非中国大陆公司</b>										
Lumentum	LITE US	49,582	90.2	48.4	37.0	7.7	14.4	18.7	-11.3	88.4
Coherent	COHR US	52,647	52.6	37.5	31.2	5.3	7.5	9.0	-6.1	52.1
台积电	TSM US	1,831,510	25.1	18.6	14.5	14.2	19.2	24.7	-4.3	16.2
阿斯麦	ASML US	528,246	39.9	31.0	26.3	34.7	44.6	52.5	-4.4	27.4
泛林集团	LRCX US	271,320	40.8	31.2	27.5	5.3	7.0	7.9	-5.9	26.9
AMD	AMD US	311,327	28.5	17.8	13.3	6.7	10.7	14.4	-3.9	-10.8
英伟达	NVDA US	4,375,215	21.9	16.6	14.8	8.2	10.9	12.2	-1.3	-3.5
博通	AVGO US	1,486,222	30.7	22.0	17.4	10.2	14.3	18.0	-1.6	-9.3
<b>国内公司</b>										
中际旭创	300308 CH	86,488	26.6	19.7	11.8	3.0	4.0	6.6	-4.5	-7.6
新易盛	300502 CH	53,056	22.0	17.3	-	2.4	3.1	N/A	-3.4	-11.3
天孚通信	300394 CH	37,752	73.8	60.1	68.8	0.7	0.8	0.7	0.4	64.8

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 截至 2026 年 3 月 3 日, 数据根据彭博一致预期。

## 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策。

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法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

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

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

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

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

对于接收此份报告的美商投资者

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

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发非《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。