

海外龙头 TMT 公司业绩启示

盈利增长支撑股价上行，持续关注盈利成长性

回顾海外龙头 TMT 公司 1Q26 业绩，我们观察到：1) 头部科技公司 FY26 收入及利润预期进一步上修，得益于强劲的 AI 算力需求及 AI 持续赋能主业，但同时多家企业上修资本开支指引，导致自由现金流短期承压；2) 从中长期看，我们认为 AI 投入对头部科技公司的盈利影响可控，FY27/28 整体运营利润增速仍有望维持 20% 以上，自由现金流比率虽然因资本开支短期承压，但自 FY28 起有望迎来拐点重新向上；3) 软件板块业绩后整体估值有所修复，盈利预期稳健上修，但板块内整体表现仍然较为分化，企业应用软件赛道整体表现平稳，基础设施软件赛道受益于 AI 趋势表现更加积极。展望未来，我们认为决定基本面和股价的关键在于公司是否能够在 AI 投入浪潮中获得足够高的收益与 ROIC，从而支撑短期业绩稳健以及中长期盈利的可持续增长。综合目前基本面和估值水平，我们推荐：微软 (MSFT US)、谷歌 (GOOG)、亚马逊 (AMZN US)、派拓网络 (PANW US)、META (META US)。

- 龙头科技公司：盈利预期稳健上修，资本开支投入带来短期现金流压力。** 我们看到 1Q26 业绩后美国头部科技公司整体盈利预期呈现上修趋势，其中 AI 仍然是核心驱动因素：1) FY26 整体收入预期上修 3.2%，背后核心驱动力来自于强劲的 AI 算力需求及 AI 持续赋能主业，推动全年收入预期上修；2) FY26 整体运营利润预期上修 5.1%，我们认为主要由于收入持续强劲增长带来的运营杠杆以及 AI 推动企业降本增效；3) FY26 整体资本开支预期上修 7.1%，部分由于企业仍在持续加大 AI 基础算力投入，此外存储等核心零部件价格上行亦带来一定成本压力；4) 由于资本开支上修，FY26 整体自由现金流预期下修 1.1%。
- AI 投入对中长期盈利影响可控，企业自由现金流有望自 28 年起迎来向上拐点。** 从盈利增速维度，持续高额的 AI 资本开支投入逐渐对互联网和云厂商盈利增速产生一定影响，27 年/28 年运营利润增速相对放缓，但影响整体可控，得益于 AI 云的强劲需求及 AI 驱动的降本增效，据彭博一致预期及我们测算，头部互联网和云厂商 27/28 年运营利润增速仍然维持在 20% 以上。从现金流维度，我们认为 2027 年将是 AI 资本开支对互联网和云厂商现金流影响最显著的一年（自由现金流/收入比率降至 3%），而得益于 AI 资本开支逐渐取得回报，2028 年自由现金流比率将出现拐点，回升至 8%。
- 云厂商：AI 驱动云业务增长持续加速，2Q 有望延续。** AI 持续推动基础设施云厂商加速增长，1Q26 合计收入同比增长 35%（4Q25/3Q25：同比增长 30%/26%），其中谷歌云收入增长加速更为显著（1Q26：同比增长 63%），主要得益于其全栈云策略构建的竞争壁垒。此外，云业务利润率的改善也佐证了头部云厂商 AI 投入的合理性以及良好的 ROIC 水平。1Q26 云厂商整体运营利润同比增长 39% 至 345 亿美元（4Q25/3Q25：同比增长 34%/24%），整体运营利润率同比提升 1.1 个百分点至 37.4%。
- 软件：估值修复在子板块间展现分化趋势符合预期，持续关注 AI 增量。** 4 月以来软件与服务板块整体估值修复 5% 至 22x 远期 PE，未来 1 年盈利预期稳健上升 4%。从业绩表现看，板块整体呈现分化趋势：1) 企业应用软件赛道（如 ServiceNow、Salesforce、Adobe 等）整体表现平稳，AI 产品商业化及收费模式的转型正稳步落地，投资人对 Anthropic 和 OpenAI 等模型厂商带来竞争压力的担忧有所缓解；2) 基础设施软件赛道（如 Datadog、Palo Alto Networks 等）表现更加积极，AI 用量的快速增长直接带动公司订单和收入增长显著加速，公司有望持续受益于旺盛的 AI 需求。展望而言，我们建议关注有能力向混合收费模式转型的公司/按用量收费模式为主的公司，业绩受益于 AI 趋势且显现较为明显的边际变化的公司或有望持续受到市场青睐。

优于大市
(维持)

海外 TMT

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

张元圣

kevinzhang@cmbi.com.hk

郭书音

guoshuyin@cmbi.com.hk

郭远宁

aaronguo@cmbi.com.hk

相关报告:

[1. Adobe \(ADBE US\) - 2QFY26 results: accelerate AI business transition - 12 Jun](#)

[2. Palo Alto Networks \(PANW US\) - AI-driven demand extends growth runway - 4 Jun](#)

[3. Salesforce \(CRM US\) - 1QFY27 review: solid Agentforce growth; accelerating capital return - 29 May](#)

[4. Coinbase \(COIN US; BUY; TP: US\\$235.00\) - 1Q26 review: resilient business execution despite persistent market headwinds - 11 May](#)

[5. Datadog \(DDOG US; BUY; TP: US\\$203.10\) - Strong 1Q26 results with more upside ahead - 8 May](#)

[6. Microsoft \(MSFT US\) - Expanding from per-user model into user-plus-usage model - 4 May](#)

[7. Amazon \(AMZN US\) - AWS growth momentum continues to build - 4 May](#)

[8. Meta \(META US\) - AI accelerates ad revenue growth; raise FY26 capex guidance - 4 May](#)

[9. Alphabet \(GOOG US\) - 1Q26 results beat on strong search and cloud businesses; AI as the key driver - 4 May](#)

[10. ServiceNow \(NOW US\) 1Q26 results review - AI business momentum intact despite ST geopolitical and margin headwinds - 24 Apr](#)

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

[12. 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 - 5 Mar](#)

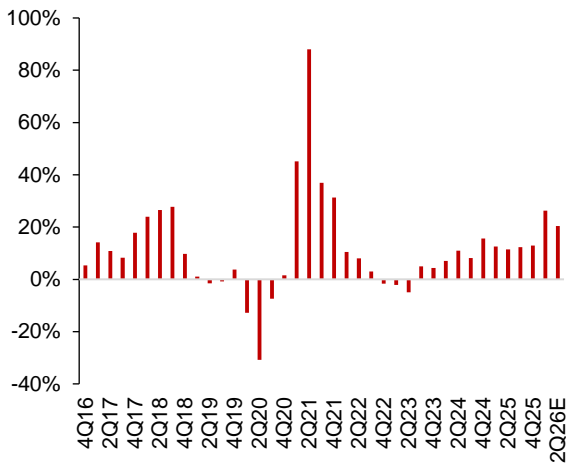
目录

指数表现复盘：科技板块提供支撑，盈利增长为主要驱动	3
标普 500 指数盈利增长总览：1Q26 科技板块整体贡献显著，2Q26 指数盈利增长维持稳健	3
盈利预期变化：信息技术板块盈利增速上修趋势延续	5
板块行情拆解：信息技术指数上涨以盈利驱动为主，通讯服务板块估值提升贡献更多 ...	5
估值：美股科技板块估值处于过去 10 年中分位，盈利增长支撑估值	6
信息技术板块子行业拆解：半导体景气领跑，软件相对承压	7
1Q26 头部科技公司业绩复盘：营收及盈利呈现上修趋势	9
云厂商：云业务营收增速 1Q26 进一步加速，趋势有望在 2Q26 延续	12
软件：估值修复展现分化趋势，精选受益于 AI 大趋势的个股	13
头部互联网软件公司 AI 商业化进展：更加关注明确可变现的场景探索	14
股票推荐	15
微软 (MSFT US, 买入, 目标价: 616.40 美元)：从“按用户计费”模式拓展至“按用户 + 使用量计费”模式	15
亚马逊 (AMZN US, 买入, 目标价: 305.0 美元)：AWS 增长动能持续增强	18
谷歌 (GOOG US, 买入, 目标价: 425.0 美元)：搜索与云业务表现强劲支撑 1Q26 业绩超预期；AI 成为核心增长引擎	20
派拓网络 (PANW US, 买入, 目标价: 299.7 美元)：AI 驱动需求延长营收增长路径	22
Meta (META US, 买入, 目标价: 880.0 美元)：AI 加速广告收入增长，上调 FY26 资本支出指引	24

指数表现复盘：科技板块提供支撑，盈利增长为主要驱动

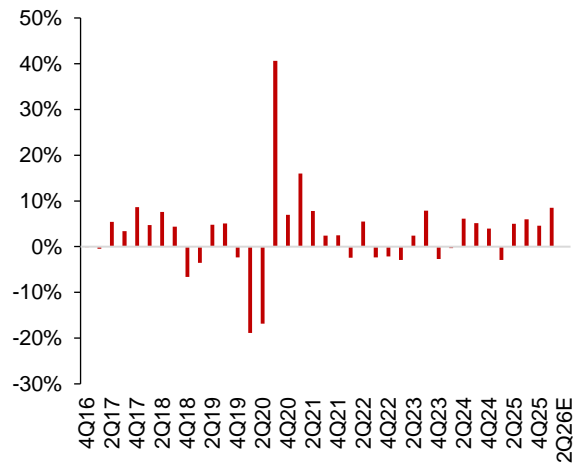
从标普 500 指数盈利表现与预期来看，我们整体观察到：1) 1Q26 指数 EPS 同比增长 26%（彭博数据；可比口径），是 4Q21 以来同比增速最快的季度；增长来源高度集中，信息技术（包括半导体、科技硬件、软件服务子板块）与通讯服务（包括电信、媒体、娱乐子板块，其中包含的互联网公司包括谷歌、Meta）两大科技相关板块增速最快，并且贡献了大部分指数盈利增长；2) 2Q26 彭博一致预期指数前瞻 EPS 同比增长 20%，增速相较 1Q 略有放缓但仍维持稳健（部分原因为 1Q26 通讯服务板块中的龙头厂商 GAAP 盈利存在一次性影响因素）；其中信息技术和能源增速最高，通讯服务回落；3) 从盈利预期调整方向看，信息技术呈现出持续且较为可持续的上修趋势；4) 从行情质量看，过去三个月信息技术的涨幅主要由盈利预期改善驱动，而通讯服务更多来自估值重估；5) 拆分信息技术的三个子板块，半导体景气度较高，而软件子板块整体从盈利增速对比估值水平来看的投资性价比仍有改善空间，或仍需精选个股。我们继续看好海外科技龙头的配置价值，建议优选盈利预期有望持续上修、估值具备支撑，且 AI 资本开支能够持续高效转化为收入和利润增长的科技龙头公司。

图 1：标普 500 EPS 同比增长趋势



资料来源：彭博，招银国际环球市场
注：数据截至 2026 年 6 月 16 日

图 2：标普 500 EPS 环比增长趋势

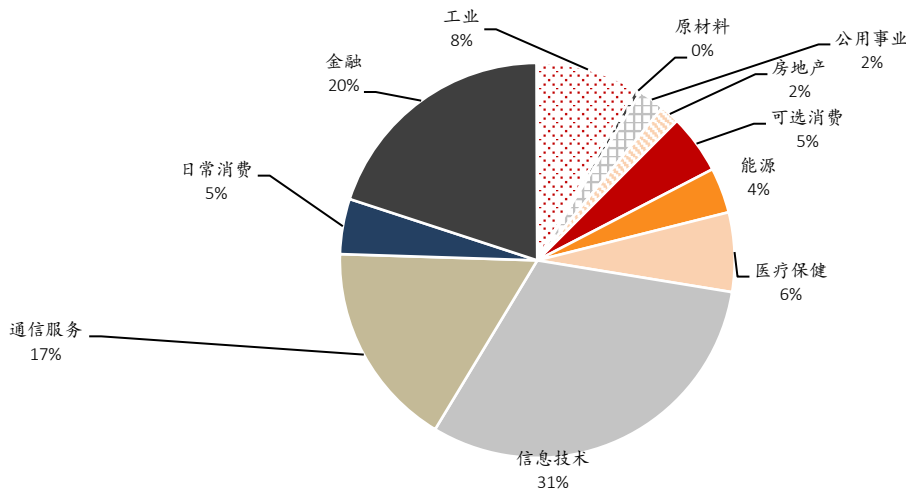


资料来源：彭博，招银国际环球市场
注：数据截至 2026 年 6 月 16 日

标普 500 指数盈利增长总览：1Q26 科技板块整体贡献显著，2Q26 指数盈利增长维持稳健

按整体盈利贡献拆分，信息技术及通信服务板块合计贡献了 1Q26 标普 500 接近 50% 的盈利，金融板块贡献约为 20%，其后为工业（8%）、医疗保健（6%）、可选消费（5%）、日常消费（5%）等。

图 3: 标普 500 盈利按板块贡献拆分 (1Q26)



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场
注: 数据截至 2026 年 6 月 16 日

从指数盈利增长层面看, 标普 500 1Q26 EPS 同比增长 26%, 2Q26 前瞻 EPS 同比增长 20%, 整体延续了自 2023 年下半年以来的盈利复苏趋势。进一步拆解盈利的来源结构: 1) **1Q26 增长驱动高度集中于信息技术和通信服务板块:** 从各板块 EPS 同比增速看, 信息技术 (+52%) 与通讯服务 (+49%) 是 1Q26 盈利增长的主要驱动。可选消费 (+37%)、原材料 (+30%) 增速同样高于指数, 但由于盈利体量在指数中的贡献相对有限, 对指数整体拉动相对温和; 金融 (+22%)、公用事业 (+16%) 等增速略弱于指数, 而其余板块增速多数明显低于指数: 必选消费 (+5%)、工业 (+5%)、能源增速基本持平, 而医疗保健 (-4%) 则同比下滑, 对指数盈利形成拖累。2) **2Q26 增长动能有望延续, 但增量来源有所分化:** 从一致预期看, 2Q26 标普 500 EPS 同比增速为 20%。其中, 信息技术增速进一步抬升至 +58%, 能源则显著跃升至 +114%; 材料 (+39%) 亦相较 1Q26 有所加速。与此同时, 通讯服务由 1Q26 的 +49.0% 大幅回落至 +5% (部分原因为 1Q26 GAAP 盈利存在部分一次性影响因素), 可选消费 (+2%)、金融 (+3%) 增速放缓, 医疗保健 (-11%) 降幅扩大。

图 4: 各板块 1Q26 vs 2Q26E EPS 同比增速



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场
注: 数据截至 2026 年 6 月 16 日

盈利预期变化：信息技术板块盈利增速上修趋势延续

从标普 500 各板块 1Q26 与 2Q26 的 EPS 预测调整幅度看，信息技术 2Q26 盈利增速进一步上修，而通讯服务 1Q26 盈利增速因龙头标的一次性因素影响而被拉高，板块整体基本面表现仍稳健。

信息技术：上修趋势持续，市场乐观情绪或有望维持。信息技术 1Q26 EPS 预期过去 3 个月上修 10%、年初至今上修 15%；较为值得关注的是其 2Q26 EPS 预期在过去 3 个月仍继续上修 13%、年初至今上修 20%，是少数 1Q 与 2Q 预期同步、且持续上修的板块。相比之下，指数整体 2Q26 EPS 的 3 个月上修幅度约为 5%。我们认为，信息技术较为持续的盈利增速预期上修，与 AI 算力需求的强劲及云厂商资本开支的持续投入有较强的关联，其盈利改善的动能或仍有延续空间。

通讯服务：1Q26 盈利增速受龙头标的一次性因素影响，板块基本面整体表现稳健。通讯服务 1Q26 EPS 预期过去 3 个月被大幅上修 58%、年初至今上修 59%，这一较大的上修幅度主因 META 和 Google 两家权重公司的盈利好于预期和一次性/非经营性项目影响所致。其中 Google GAAP 下业绩超预期主因包含非流动性股权证券未实现账面增值，Meta 主因包含 80.3 亿美元一次性税收返还。

图 5: 标普 500 各板块 1Q26 与 2Q26 EPS 预测调整幅度

板块	1Q26 EPS 预测			2Q26 EPS 预测		
	1M 调整	3M 调整	YTD 调整	1M 调整	3M 调整	YTD 调整
S&P 500	11%	15%	14%	1%	5%	7%
信息技术	4%	10%	15%	3%	13%	20%
通讯服务	53%	58%	59%	-1%	1%	1%
可选消费	32%	35%	29%	0%	-3%	-5%
金融	1%	7%	7%	0%	-1%	-1%
工业	3%	5%	2%	1%	-3%	-5%
医疗保健	6%	6%	-4%	0%	-17%	-16%
能源	15%	5%	-4%	6%	84%	103%
原材料	0%	9%	9%	1%	6%	13%
公用事业	3%	5%	3%	1%	0%	0%
房地产	1%	5%	5%	0%	1%	1%
必需消费	3%	5%	2%	0%	-1%	-1%

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：由于标普 500 指数中各子行业指数自 2026 年 4 月 28 日起陆续停止调整 1Q26 EPS 预期，我们向后顺延一个月，采用截至 2026 年 5 月 28 日的彭博一致预期计算 1Q26 EPS 调整幅度；而 2Q26 EPS 调整幅度采用截至 6 月 16 日数据。

板块行情拆解：信息技术指数上涨以盈利驱动为主，通讯服务板块估值提升贡献更多

过去三个月，信息技术与通讯服务两大科技板块均录得较强表现，信息技术板块涨幅以盈利驱动为主，而通讯服务板块涨幅以估值重估为主。

信息技术：涨幅以盈利驱动为主。过去 3 个月标普 500 信息技术指数上涨 25%，从涨幅拆解看，约 20 个百分点来自 EPS 预期上修、仅约 5 个百分点来自估值扩张。其前瞻市盈率目前约为 23.8x，仅处于过去 10 年的 52%分位。

通讯服务：涨幅以估值重估为主。过去 3 个月标普 500 通讯服务指数上涨 32%，但其中约 27 个百分点来自估值扩张、仅约 5 个百分点来自 EPS 上修，前瞻市盈率已升至约 30.0x，处于过去 10 年 99%分位。后续指数进一步增长的关键驱动，或在于 2Q26 及之后的利润表现是否有进一步好于市场预期空间。

图 6: 各板块 3 个月涨幅拆解 (EPS 驱动 vs 估值驱动) 及前瞻市盈率

板块	指数表现				滚动前瞻 EPS				前瞻市盈率	3M 指数涨幅拆解	
	最新价	1M	3M	YTD	最新	1M 调整	3M 调整	YTD 调整	最新	EPS 驱动 (pp)	估值驱动 (pp)
S&P 500	7,511.4	1.4%	11.8%	9.7%	364.4	2.9%	11.2%	17.2%	20.7	11.2%	0.7%
信息技术	6,742.7	1.4%	25.2%	18.6%	289.8	5.7%	20.0%	34.3%	23.8	20.5%	4.7%
通讯服务	1,371.3	1.3%	32.5%	43.0%	46.5	2.5%	4.4%	4.6%	30.0	5.0%	27.5%
可选消费	1,926.7	-0.5%	6.2%	-0.1%	78.5	1.6%	5.1%	6.9%	24.6	5.1%	1.1%
金融	901.7	6.2%	9.8%	-1.1%	58.0	0.5%	2.8%	5.6%	15.3	2.9%	6.9%
工业	1,518.8	4.8%	8.0%	15.7%	59.0	1.4%	4.7%	7.1%	25.6	4.8%	3.3%
医疗保健	1,776.3	5.2%	2.2%	-1.6%	99.8	1.2%	1.3%	2.6%	17.8	1.3%	0.8%
能源	839.2	-7.5%	-6.1%	22.1%	66.9	4.1%	49.0%	56.2%	12.6	38.6%	-44.8%
原材料	658.7	4.4%	5.9%	14.7%	36.6	1.8%	11.6%	22.3%	17.9	11.3%	-5.4%
公用事业	455.1	2.4%	-4.4%	4.9%	26.0	1.3%	2.7%	5.4%	17.4	2.6%	-7.0%
房地产	284.9	3.8%	5.4%	11.7%	7.8	1.1%	4.8%	4.7%	36.4	4.8%	0.5%
必需消费	952.1	-1.0%	0.5%	10.1%	43.0	0.7%	1.7%	3.3%	22.1	1.7%	-1.3%

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

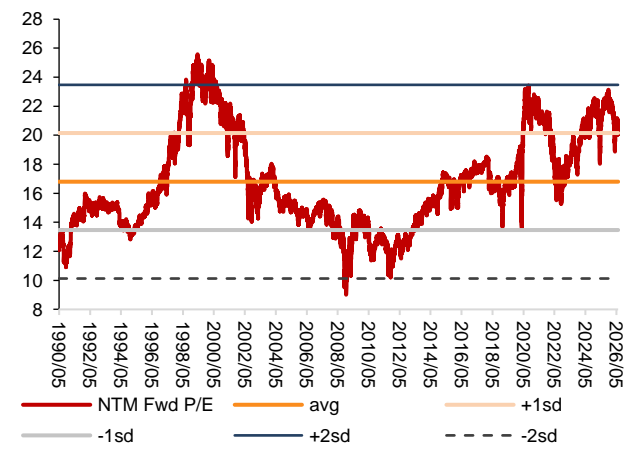
注: 数据截至 2026 年 6 月 16 日; 指数拆解由 价格 = EPS × P/E 推出: $\ln(1+\Delta P) = \ln(1+\Delta EPS) + \ln(1+\Delta M)$

估值: 美股科技板块估值处于过去 10 年中分位, 盈利增长支撑估值

基于彭博数据, 当前美股科技板块整体的估值处于过去 10 年中分位, 因此估值本身或并不构成配置的硬性约束。结合信息技术板块盈利预期延续上修, 以及部分通讯服务平台龙头盈利仍具韧性, 在估值维持的情况下, 盈利增长或仍有望带动估值增长。支撑本轮科技龙头表现的更多是盈利增长本身, 而非单纯的估值扩张; 这一特征与历史上由估值快速扩张主导的行情存在区别, 例如 2000 年互联网泡沫、2020-2021 年极低利率与流动性宽松推升估值, 以及 2025 年大市值科技股和 AI 权重股集中拉动标普 500 整体估值上行的阶段。

截至 2026 年 6 月 16 日, 标普 500 前瞻市盈率约为 20.6 倍, 接近 1990 年以来历史均值+1 个标准差水平, 处于过去 10 年 64% 分位数; 纳斯达克 100 前瞻市盈率约为 23.9 倍, 位于历史均值与+1 个标准差之间, 处于过去 10 年 59% 分位数。头部云厂商 (微软、亚马逊、甲骨文、谷歌) 平均前瞻市盈率约为 23 倍, 自 2025 年初的低点 (约 20 倍) 有所回升, 但仍低于 2023-2024 年的高位区间, 平均处于过去 10 年的 7% 分位数, 整体尚未出现明显的泡沫化迹象。不过, 云厂商内部估值水平分化: 微软/亚马逊/甲骨文/谷歌的未来 12 个月前瞻市盈率分别处于过去 10 年的 8%/2%/88%/91% 分位。

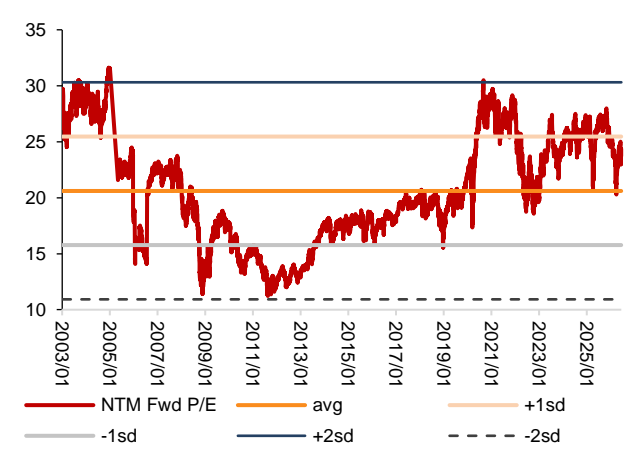
图 7: 标普 500 指数 12 个月前瞻市盈率



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2026 年 6 月 16 日

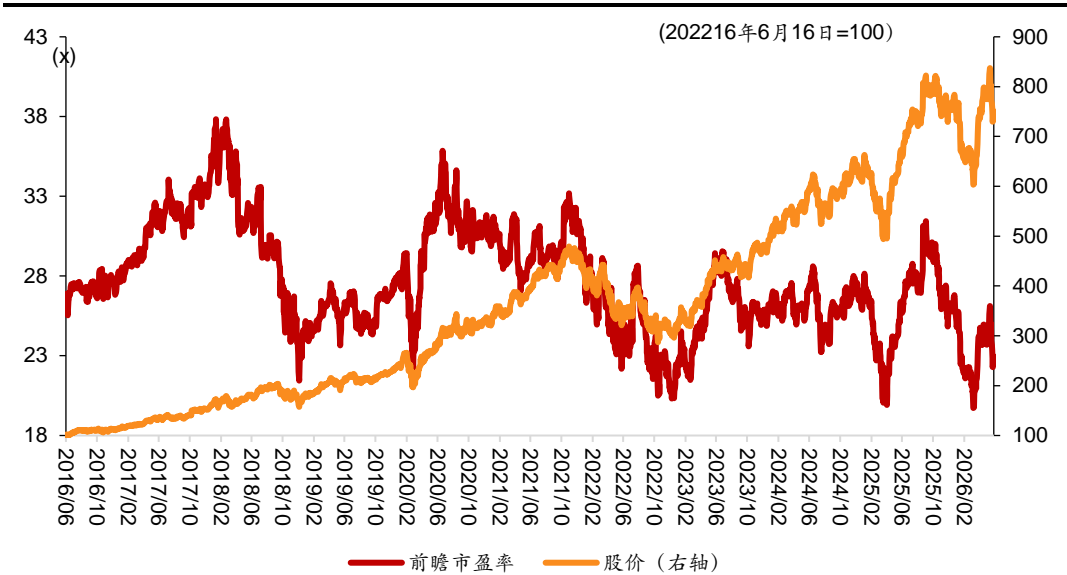
图 8: 纳斯达克 100 指数 12 个月前瞻市盈率



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2026 年 6 月 16 日

图 9: 美股头部 4 家云厂商前瞻市盈率 vs 股价



资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 2026 年 6 月 16 日；美股头部 4 家云厂商指微软、亚马逊、甲骨文、谷歌

信息技术板块子行业拆解：半导体景气领跑，软件相对承压

标普 500 信息技术 (IT) 板块主要由半导体 (主要公司包括英伟达、博通等)、软件与服务 (主要公司包括微软、甲骨文等)、科技硬件 (主要公司包括苹果、思科等) 三个子板块构成。进一步拆解 IT 内部，我们观察到三个子板块在盈利动能、行情驱动与估值水平上呈现分化状态，半导体景气度领跑、软件则相对承压。

半导体：股价上涨主要为盈利驱动，景气度领跑全板块。 1) 盈利端，半导体子板块 1Q26/2Q26E EPS 同比增速分别高达 99%/120%，远超 IT 整体的 52%/58%，且其未来 12 个月前瞻 EPS 年初至今上修 52%，为三个子板块中最高；2) 行情端，过去 3 个月子板块指数上涨 36%，其中约 33 个百分点来自 EPS 上修、仅约 5 个百分点来自估值扩张，盈利驱动特征在 IT 内部最突出；3) 估值端，其前瞻市盈率约 22 倍，在三个子板块中处于相对低位，仅较估值最低的软件板块高约 0.1 倍，且年初至今估值不升反降 (-10%)。

科技硬件：盈利表现较强，但估值扩张相对更明显。 1) 盈利端，科技硬件子板块 1Q26/2Q26E EPS 同比增速为 36%/39%，12 个月前瞻 EPS 年初至今上修 26%；2) 行情端，过去 3 个月子板块上涨 30%，但其中约 13 个百分点来自估值扩张、约 17 个百分点来自 EPS 上修，是 IT 内部估值扩张最明显的子板块；3) 估值端，其前瞻市盈率为 28 倍、为三者最高，且年初至今估值小幅抬升 (+0.8%)。

软件与服务：估值与盈利相对承压。 1) 行情端，软件与服务子板块指数年初至今下跌 17%，是 IT 内部唯一录得负收益的子板块，过去 3 个月涨幅仅 2%，其中 5 个百分点来自 EPS 上修；2) 估值端，其前瞻市盈率年初至今回调 23%，为三个子板块中估值回调最深的板块；3) 盈利端，其 1Q26/2Q26E EPS 同比增速为 19%/12%、且 2Q26E 较 1Q26 进一步放缓，12 个月前瞻 EPS 年初至今上修 8%，盈利动能在 IT 内部相对偏弱。我们认为，软件板块估值回调背后的主要原因是市场对大模型厂商侵蚀软件公司护城河担忧被持续性放大。回顾 5 月，美股板块表现印证我们此前观点，即软件公司短期的业绩受到 AI 的影响有限，但行业在估值修复的过程中展现分化趋势，中长期具备不可替代性的软件公司及受益于 AI 发展的公司表现显著跑赢行业，网络安全及基础设施软件中的龙头公司股价表现尤其突出。在此类公司估值或已经较为充分计入市场乐观预期的情况下，我们认为相较于乐

观情绪的进一步大范围扩散的情形而言，交易仍集中于确定性受益于 AI 大趋势的标的或为更可能出现的情况。我们建议关注有能力向混合收费模式转型的公司/按用量收费模式为主的公司，且业绩显现较为明显的边际变化。

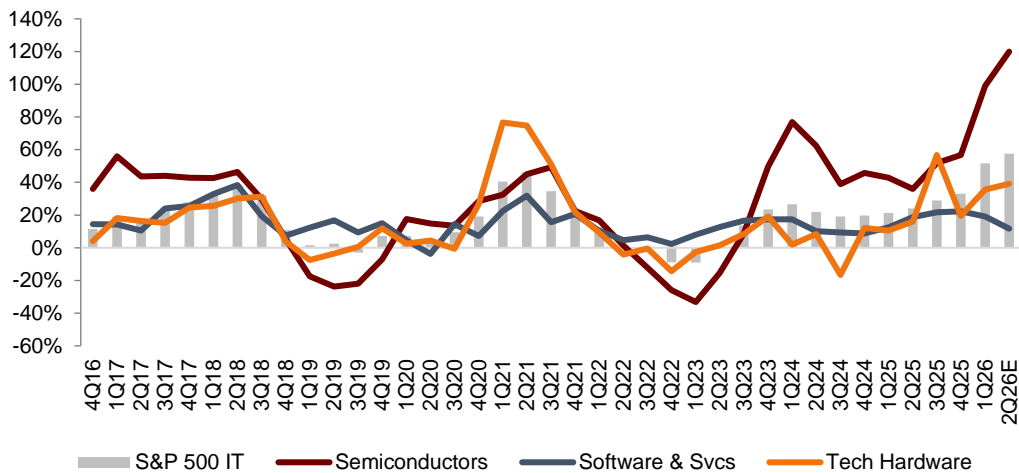
图 10: 标普 500 信息技术子板块季度 EPS 同比增速

	S&P 500 IT	半导体	软件与 IT 服务	科技硬件	
最新数据					
Price	6,743	11,768	4,449	6,629	
NTM PE	23.2	21.8	21.7	28.1	
NTM EPS	290	541	205	236	
3M 股价拆解					
指数表现	25.4%	37.5%	1.9%	30.1%	
PE 贡献	4.6%	4.7%	-2.6%	12.6%	
EPS 贡献	20.9%	32.7%	4.5%	17.5%	
表现					
Price	1M	1.4%	1.4%	-2.8%	4.9%
	3M	25.4%	37.5%	1.9%	30.1%
	YTD	18.6%	40.5%	-16.9%	28.8%
NTM PE	1M	-4.2%	-7.2%	-3.1%	0.6%
	3M	4.1%	4.1%	-2.6%	11.7%
	YTD	-11.8%	-10.0%	-23.3%	0.8%
NTM EPS	1M	5.8%	9.3%	0.3%	4.2%
	3M	20.4%	32.0%	4.6%	16.5%
	YTD	34.4%	56.1%	8.3%	27.8%

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 2026 年 6 月 16 日

图 11: 标普 500 信息技术子板块季度 EPS 同比增速



资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 2026 年 6 月 16 日

1Q26 头部科技公司业绩复盘：营收及盈利呈现上修趋势

我们看到 1Q26 业绩后美国头部科技公司整体盈利预期呈现上修趋势，其中 AI 仍然是核心驱动因素：1) FY26 整体收入预期上修 3.2%，主要贡献来自于英伟达/谷歌，收入预期分别上调 9.3%/3.8%，背后核心驱动力来自于强劲的 AI 算力需求及 AI 持续赋能主业，例如 AI 带动谷歌 1Q26 核心搜索业务及云业务均实现超预期的加速增长，推动全年收入预期上修；2) FY26 整体运营利润预期上修 5.1%，我们认为主要由于收入持续强劲增长带来的运营杠杆以及 AI 推动企业降本增效；3) FY26 整体资本开支预期上修 7.1%，部分由于企业仍在持续加大 AI 基础算力投入，此外存储等核心零部件价格上行亦带来一定成本压力；4) 由于资本开支上修，FY26 整体自由现金流预期下修 1.1%。

图 12: 美股 M7 公司盈利预期变化趋势

FY26E总收入(十亿美元)	Meta	Google	Amazon	Microsoft	Apple	Tesla	Nvidia	合计
1Q26业绩后	253	420	825	329	478	103	388	2,796
YoY	25.9%	22.6%	15.1%	16.9%	14.9%	8.1%	79.5%	23.2%
4Q25业绩后	250	405	805	328	465	103	355	2,711
YoY	24.5%	18.0%	12.2%	16.4%	11.8%	9.0%	64.2%	19.4%
调整幅度	1.1%	3.8%	2.5%	0.5%	2.8%	-0.8%	9.3%	3.2%
FY26E运营利润(十亿美元)	Meta	Google	Amazon	Microsoft	Apple	Tesla	Nvidia	合计
1Q26业绩后	91	170	104	154	155	6	258	937
YoY	8.7%	31.7%	29.8%	19.5%	16.6%	27.9%	98.0%	36.0%
4Q25业绩后	87	159	99	152	150	6	238	892
YoY	4.6%	23.2%	23.7%	18.3%	13.0%	37.8%	82.6%	29.5%
调整幅度	3.9%	6.9%	4.9%	1.0%	3.2%	-7.1%	8.4%	5.1%
FY26E资本开支(十亿美元)	Meta	Google	Amazon	Microsoft	Apple	Tesla	Nvidia	合计
1Q26业绩后	134	187	199	117	12	25	8	682
YoY	92.9%	104.0%	51.2%	80.9%	-4.6%	194.3%	28.0%	77.2%
4Q25业绩后	123	181	185	107	13	20	7	637
YoY	76.8%	97.4%	40.1%	66.4%	5.9%	130.6%	24.0%	65.4%
调整幅度	9.1%	3.3%	7.9%	8.7%	-9.9%	27.6%	3.3%	7.1%
FY26E自由现金流(十亿美元)	Meta	Google	Amazon	Microsoft	Apple	Tesla	Nvidia	合计
1Q26业绩后	2	20	-12	63	139	-10	203	407
YoY	-94.8%	-72.1%	-205.7%	-11.4%	41.1%	-257.1%	110.2%	0.9%
4Q25业绩后	8	23	-1	70	135	-5	181	412
YoY	-83.4%	-68.2%	-104.7%	-1.8%	36.6%	-173.5%	87.0%	2.0%
调整幅度	-68.8%	-12.3%	2158.0%	-9.7%	3.3%	113.8%	12.4%	-1.1%

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：4Q25 业绩后一致预期基于 2026 年 2 月 9 日数据；1Q26 业绩后一致预期基于 2026 年 6 月 16 日数据

展望未来，我们认为决定基本面和股价的关键在于公司是否能够在 AI 投入浪潮中获得足够的收益与 ROIC，从而支撑短期业绩稳健以及中长期盈利的可持续增长。股票排序上，综合考虑目前估值与基本面表现，我们看好：1) **微软**：管理层强调 GitHub Copilot 已转向按使用量计费模式，此举可使定价与实际使用量及成本匹配，并预期当前所有基于用户数量计费的业务均将逐步过渡至“按用户 + 使用量计费”模式；我们认为，该模式有望进一步释放商业化潜力，并缓解市场后续担忧；2) **谷歌**：基于 AI 实现核心搜索和云业务的强劲增长，支撑公司在显著加大 AI 投入的同时维持稳健盈利增长与可观自由现金流，公司全栈 AI

的解决方案巩固其在 AI 时代的核心竞争力，拓展长期增长空间；**3) 亚马逊**：在云业务营收增长持续加速、电商业务持续优化服务成本、相对高利润率的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，驱动股价表现；**4) 派拓网络**：我们认为公司是生成式 AI 时代的核心受益者之一，随着 AI 相关部署规模持续扩大，安全需求有望保持稳健增长；AI 驱动的需求有望延长公司的营收增长路径；**5) Meta**：由于其较高的 AI 投入，叠加 AI+ 广告相对较长的投资回报期，市场对公司短期盈利增长的担忧或将持续；但我们仍看好 Meta 的人才与算力储备支持其实现个人超级智能（Personal Superintelligence）愿景，AI 投入将持续拉动核心业务增长，尽管 AI 对于盈利端的贡献或需要相对更长的时间才能显现。

从盈利增速维度，持续高额的 AI 资本开支投入逐渐对互联网和云厂商盈利增速产生一定影响，27 年/28 年运营利润增速相对放缓，但影响整体可控，得益于 AI 云的强劲需求及 AI 驱动的降本增效，头部互联网和云厂商 27/28 年运营利润增速仍然维持在 20% 以上。

从现金流维度，我们认为 2027 年将是 AI 资本开支对互联网和云厂商现金流影响最显著的一年（自由现金流/收入比率降至 3%），而得益于 AI 资本开支逐渐取得回报，2028 年自由现金流比率将出现拐点，回升至 8%。

图 13: 美股 M7 公司利润与现金流趋势

(十亿美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营利润					
英伟达	33.0	81.5	130.4	258.2	368.1
苹果	123.2	133.1	155.1	167.1	181.3
谷歌	112.4	129.0	170.0	207.8	249.2
微软	109.4	128.5	153.6	180.1	211.5
亚马逊	68.6	80.0	103.8	130.9	165.8
特斯拉	7.1	4.4	5.6	8.1	11.9
Meta	69.4	83.3	90.6	105.1	123.5
同比增速					
英伟达	680.6%	147.0%	60.1%	98.0%	42.6%
苹果	7.8%	8.0%	16.6%	7.7%	8.5%
谷歌	33.3%	14.8%	31.7%	22.3%	19.9%
微软	23.6%	17.4%	19.5%	17.3%	17.5%
亚马逊	86.1%	16.6%	29.8%	26.1%	26.6%
特斯拉	-20.4%	-38.5%	27.9%	45.7%	47.0%
Meta	48.4%	20.0%	8.7%	16.1%	17.6%
经营利润合计	523.1	639.7	809.0	1057.3	1311.4
同比增速		22.3%	26.5%	30.7%	24.0%
经营利润合计 - 云厂+Meta	359.8	420.8	517.9	624.0	750.1
同比增速 - 云厂+Meta		17.0%	23.1%	20.5%	20.2%
资本开支					
英伟达	1.1	3.2	6.0	7.7	10.1
苹果	9.4	12.7	12.1	14.4	14.6
谷歌	52.5	91.4	186.5	241.6	256.6
微软	44.5	64.6	116.8	180.0	202.0
亚马逊	83.0	131.8	199.3	229.0	235.1
特斯拉	11.3	8.5	25.1	21.5	22.2
Meta	37.3	69.7	134.5	161.7	177.9
同比增速					

英伟达	609.6%	202.7%	86.7%	28.0%	31.2%
苹果	9.3%	-9.2%	-4.6%	18.8%	1.5%
谷歌	4.7%	0.7%	104.0%	29.5%	6.2%
微软	15.2%	-3.3%	80.9%	54.1%	12.2%
亚马逊	3.8%	-70.7%	51.2%	14.9%	2.7%
特斯拉	-17.8%	73.5%	194.3%	-14.3%	3.2%
Meta	23.3%	-14.7%	92.9%	20.3%	10.0%
资本开支合计	239.1	382.0	680.3	855.9	918.5
同比增速		59.7%	78.1%	25.8%	7.3%
资本开支合计 - 云厂+Meta	217.3	357.5	637.1	812.3	871.6
同比增速 - 云厂+Meta		64.5%	78.2%	27.5%	7.3%
自由现金流					
英伟达	27.0	60.9	96.7	203.2	278.5
苹果	108.8	98.8	139.4	150.9	167.3
谷歌	72.8	73.3	20.5	14.6	53.5
微软	74.1	71.6	63.5	32.3	58.4
亚马逊	38.2	11.2	-11.8	15.6	52.7
特斯拉	3.6	6.2	-9.8	-3.5	-0.4
Meta	54.1	46.1	2.4	1.5	27.7
自由现金流/总收入					
英伟达	44.4%	46.6%	44.8%	52.4%	50.9%
苹果	27.8%	23.7%	29.1%	29.0%	30.1%
谷歌	20.8%	18.2%	4.9%	2.9%	8.9%
微软	30.2%	25.4%	19.3%	8.4%	12.9%
亚马逊	6.0%	1.6%	-1.4%	1.7%	5.1%
特斯拉	3.7%	6.6%	-9.5%	-3.0%	-0.3%
Meta	32.9%	22.9%	0.9%	0.5%	7.8%
自由现金流合计	378.5	368.0	300.7	414.7	637.6
自由现金流/总收入	19.4%	16.4%	11.5%	13.1%	17.3%
自由现金流合计 - 云厂+Meta	239.1	202.2	74.5	64.0	192.2
自由现金流/总收入 - 云厂+Meta	17.1%	12.6%	4.1%	3.0%	7.9%

资料来源：彭博，招银国际环球市场

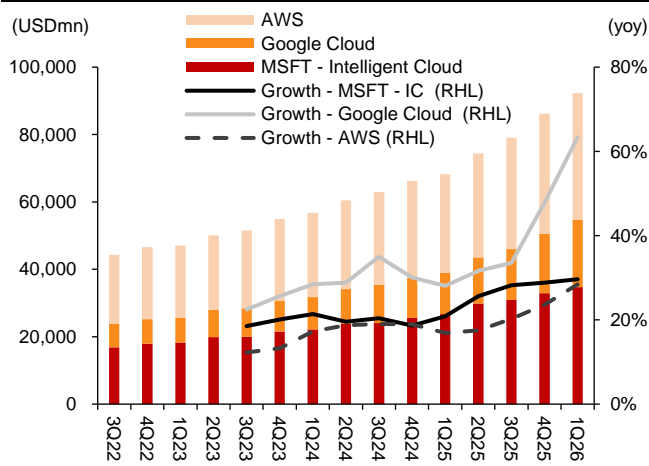
注：1) 截至2026年6月16日；2) 彭博一致预期数据为财年口径

云厂商：云业务营收增速 1Q26 进一步加速，趋势有望在 2Q26 延续

AI 持续推动基础设施云厂商营收加速增长，1Q26 合计收入同比增长 35%（4Q25/3Q25: 同比增长 30%/26%），其中谷歌云收入增长加速更为显著（1Q26: 同比增长 63%），主要得益于其全栈云策略构建的竞争壁垒：1) 模型层 Gemini 拉动强劲的企业需求，5 月谷歌旗下模型 API 每分钟处理约 190 亿 Token；2) 基础设施层 TPU 的强劲性能与性价比亦吸引头部 AI 企业如 Anthropic 的大额订单。我们看好谷歌云持续获取市场份额，谷歌云 1Q26 在手订单环比接近翻倍至 4600 亿美元，且管理层预计超 50% 的在手订单将在未来 24 个月内确认，有望支撑谷歌云 FY26/27 营收维持 50% 以上增长。

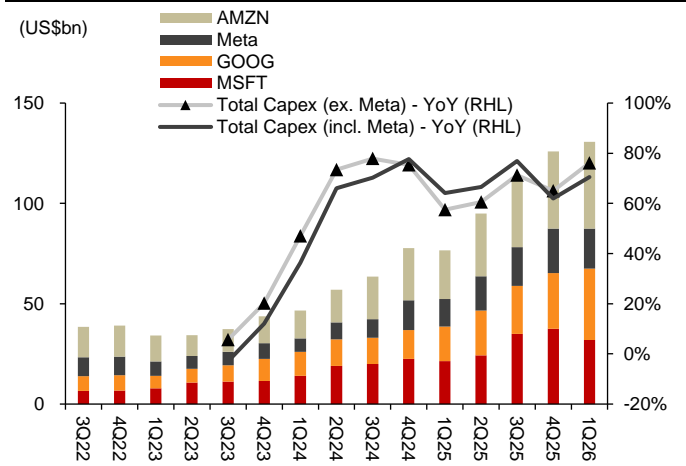
1Q26 微软、谷歌、亚马逊、Meta 的资本开支（公司口径，含融资租赁）合计 1,306 亿美元，同比增长 71%（4Q25: 62%；3Q25: 77%）。我们认为对于云厂商而言，短期或仍然不需担心 AI 过度投资的风险，主因投资仍在满足相对短期的确定性需求。此外，我们认为云厂商资本开支投入方向仍合理（即电力基础设施、芯片、数据中心），即使未来出现过度投资的迹象，公司也有能力将资本开支形成的存量能力复用于公司内部降本增效的增量探索和其他方向的二次变现。

图 14：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

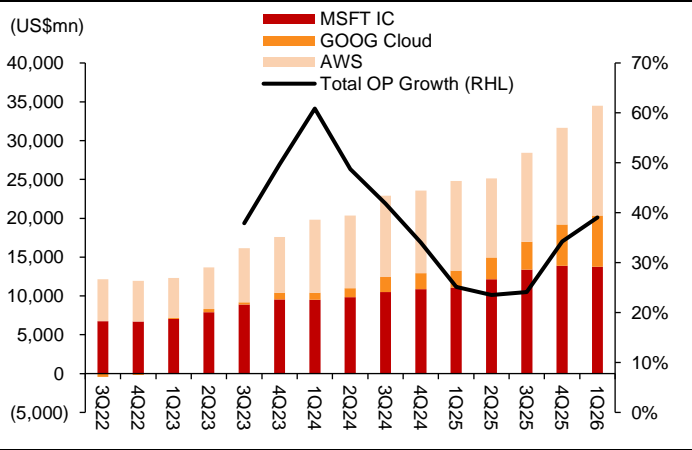
图 15：美国主要科技厂商：资本开支趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

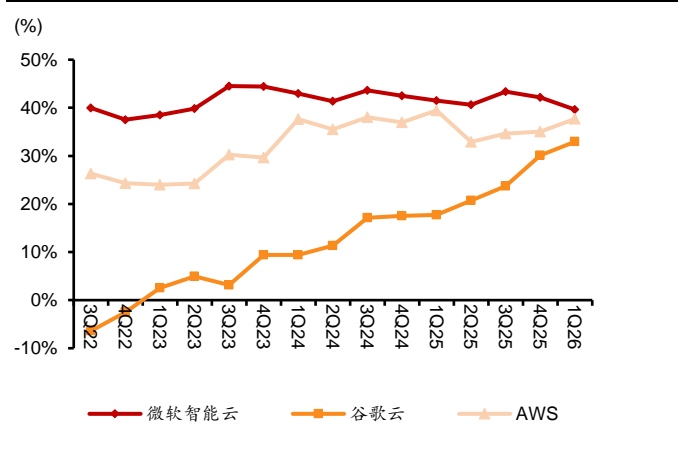
此外，云业务利润率的改善也佐证了头部云厂商 AI 投入的合理性以及良好的 ROIC 水平。1Q26 云厂商整体运营利润同比增长 39% 至 345 亿美元（4Q25/3Q25: 同比增长 34%/24%），整体运营利润率同比提升 1.1 个百分点至 37.4%。谷歌云运营利润率表现亮眼（同比提升 15 个百分点至 33%），主要得益于收入强劲增长带来的运营杠杆效应，以及公司基础设施的持续效率优化。

图 16: 美国云厂商: 运营利润增长趋势



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 17: 美国云厂商: 云业务利润率

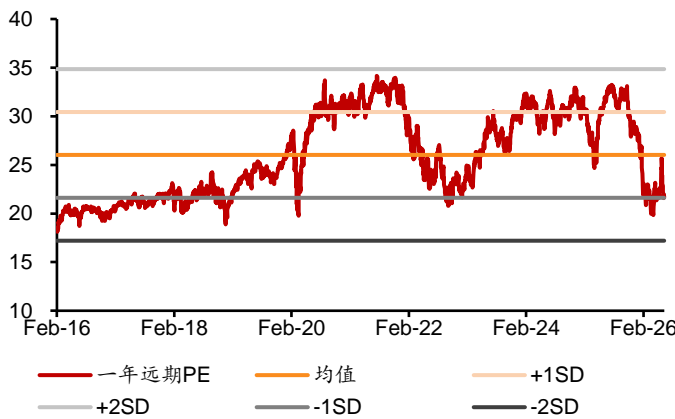


资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

软件: 估值修复展现分化趋势, 精选受益于 AI 大趋势的个股

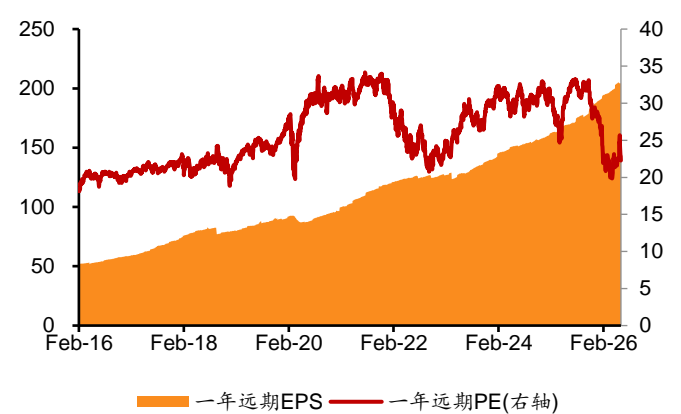
4月以来软件与服务板块整体估值修复5%至22x 远期 PE, 未来1年盈利预期稳健上升4%。从业绩表现看, 板块整体呈现分化趋势: 1) 企业应用软件赛道(如 ServiceNow、Salesforce、Adobe 等) 整体表现平稳, AI 产品商业化及收费模式的转型正稳步落地, 投资人对 Anthropic 和 OpenAI 等模型厂商带来竞争压力的担忧有所缓解; 2) 基础设施软件赛道(如 Datadog、Palo Alto Networks 等) 表现更加积极, AI 用量的快速增长直接带动公司订单和收入增长显著加速, 公司有望持续受益于旺盛的 AI 需求。

图 18: 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
注: 数据截至 2026 年 6 月 16 日

图 19: 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
注: 数据截至 2026 年 6 月 16 日

头部互联网软件公司 AI 商业化进展：更加关注明确可变现的场景探索

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。

图 20: 美国主要互联网及软件厂商 1Q26 AI 业务发展

公司	AI 进展
微软	1) 提升 AI 商业化能力 : AI 业务 ARR 突破 370 亿美元，同比增长 123%；Microsoft 365 Copilot 付费席位突破 2000 万，席位数量同比增长 250%，为发布以来最快增速； 2) 强化企业 Agent 生态 : LinkedIn Talent Solutions 的 Agent 产品 ARR 超 4.5 亿美元；GitHub Copilot 被近 14 万家组织使用，企业订阅用户数同比增长近 3 倍； 3) 提升企业 AI 应用渗透 : Copilot Credit 消费量环比近乎翻倍，近 90% 的财富 500 强使用 Copilot Studio 构建活跃 AI Agent。
Meta	1) 提升用户活跃度 : 推荐算法优化推动 1Q26 Facebook 视频总观看时长环比增长 8%，创四年最大环比增幅； 2) 提升广告商业化效率 : Lattice 与 GEM 模型迭代优化，带动落地页广告转化率提升超 6%； 3) 提升广告投放效率 : 已有超 800 万广告主至少使用一款 Meta 生成式 AI 广告创意工具，其中使用视频生成功能的广告主转化率提高超 3%。
Datadog	1) 扩大 AI 客户贡献 : AI-native 客户持续壮大且多元化，其中 22 家年消费超 100 万美元、5 家超 1000 万美元；已有超 6500 个客户使用至少一个 AI 集成，仅占客户总数 20%，但贡献约 80% ARR； 2) 推动平台用量增长 : Bits AI SRE Agent 的自动调查量三个月内翻倍，LLM Observability spans 接近翻三倍，MCP Server 工具调用量翻四倍，Bits Assistant 消息量增长 12 倍； 3) 强化 AI 产品矩阵 : 公司推出 MCP Server、Bits AI Security Agent、Bits Assistant、GPU Monitoring 等 AI 产品，直接通过客户订阅和用量产生收入。
亚马逊	1) 驱动 AWS AI 业务放量 : AWS AI 业务年化收入超 150 亿美元，是 AWS 同期规模的近 260 倍；Bedrock 客户数环比增长 170%，单季处理 token 量超过此前所有时期总和； 2) 推动自研芯片商业化 : 自研芯片业务 Q1 环比增长近 40%，年化营收超 200 亿美元；Trainium 累计收入承诺超 2250 亿美元，Trainium2 价格性能比 GPU 优 30% 且基本售罄； 3) 提升电商用户参与度 : Rufus 月活用户增长超 115%、互动量同比近 400%；通过 Rufus 推出赞助商品/品牌提示后，约 20% 的购物者会继续与品牌提示对话。
谷歌	1) 提升广告商业化效率 : AI 强化用户意图理解能力，使广告相关性提升约 10%，带动用户活跃度增长；AI 广告工具助力广告主投放效率提升，目前谷歌超 30% 的客户搜索广告预算已用于 AI Max； 2) 驱动谷歌云业务强劲增长 : 1Q26 谷歌云收入同比增长 63% 至 200 亿美元 (4Q25/3Q25: +48%/34%)，主要受 AI 解决方案与算力基础设施需求旺盛驱动。
派拓网络	1) 受益于 AI 流量与数据中心建设 : Q3 Network Security 为近年来最强 Q3，Next-generation firewall bookings 同比增长近 40%，受 Gen 5 appliances、早期 AI 数据中心建设及新一类买家推动； 2) 推动 AI 安全产品快速放量 : Prisma AIRS 为公司历史上增长最快的产品，Q3 客户数超 300 个，较 Q2 末约 100 个增长 3 倍，并对未来几个季度内达到 1 亿美元 ARR 具有明确可见性； 3) 强化 AI 时代安全平台化能力 : XSIAM ARR 超 6 亿美元、同比增长 100%，客户数达 740 个，平台每日处理超 17PB 遥测数据，多数客户威胁响应时间降至 10 分钟以内。
ServiceNow	1) 1Q26 Now Assist ACV 突破 7.5 亿美元，公司将 FY26 年末 Now Assist ACV 目标由 10 亿美元上调至 15 亿美元，并预计 FY30 年 AI 将占公司总 ACV 约 30%； 2) 公司持续利用 AI 提升内部经营效率，预计 FY26 利用 AI 实现超 3 亿美元年化费用节省，Armis 等新业务整合将在 FY26 带来阶段性利润率压力，但管理层预计 FY27E Non-GAAP 运营利润率将提升 1 个百分点。
Salesforce	1) 1QFY27 AgentForce 与 Data 360 合计 ARR 同比增长超 200% 至 34 亿美元，其中 AgentForce ARR 同比增长 205% 至 12 亿美元。 2) 用量方面，平台累计 Token 处理量已超 28.6 万亿，环比增长 152%；1QFY27 AgentForce 与 Data 360 订单中过半数来自现有客户增购。 3) Agentforce One Edition 及 Agentforce for Apps 订单收入同比增长约 60%。

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

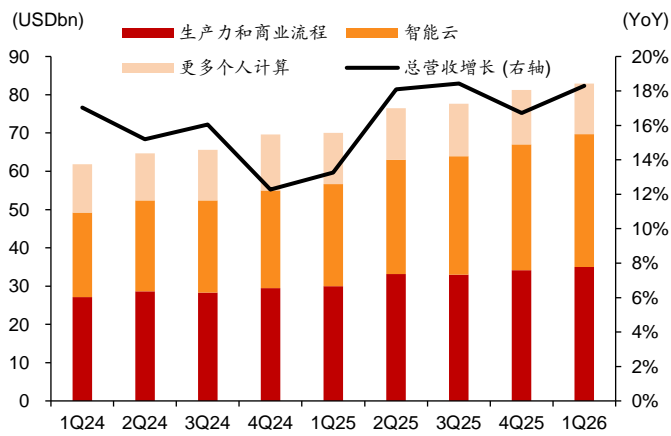
股票推荐

微软 (MSFT US, 买入, 目标价: 616.40 美元) : 从“按用户计费”模式拓展至“按用户 + 使用量计费”模式

微软 3QFY26 业绩中的主要亮点是云业务的增速好于预期且有望持续, Microsoft Copilot 付费席位超过 2000 万且 Copilot 的变现持续提升; 最大的边际变化是管理层强调 Github Copilot 已转向按使用量计费的模式, 且未来所有基于用户数量计费的业务均将逐步过渡至“按用户 + 使用量计费”模式。我们认为, 该模式有望推动定价与实际使用量及成本匹配, 进一步释放商业化潜力, 并缓解市场后续担忧。我们仍然看好微软是 AI 应用领域的核心受益标的之一, 维持买入评级。

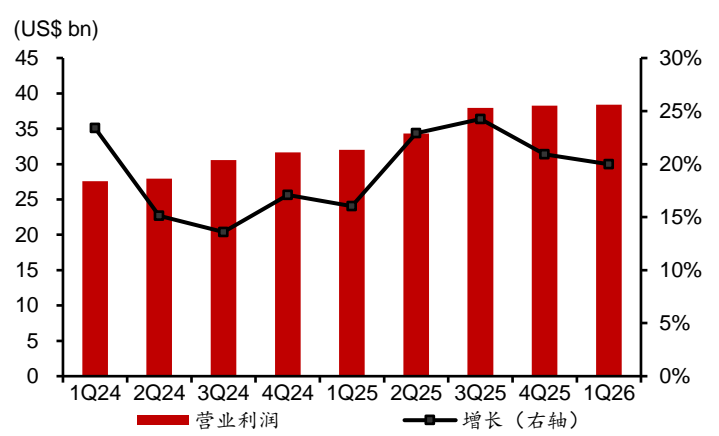
微软公布 3QFY26 (财年结于 6 月) 营收达 829 亿美元, 同比增长 18.3% (2QFY26: 16.7%), 营业利润同比增长 20% 至 384 亿美元。Azure 及其他云服务营收增长 40% (固定汇率口径下增长 39%); 管理层预计 4QFY26 营收增速达 39%-40%。

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
注: 时间已调整至日历年

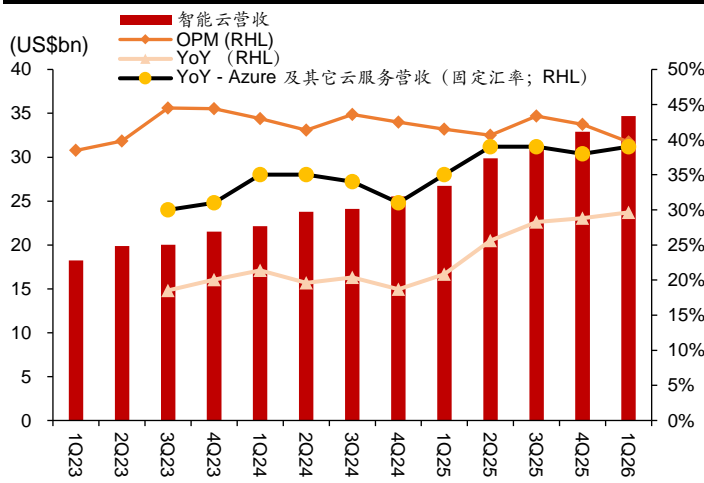
图 22: 微软: 运营利润及同比增速



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场
注: 时间已调整至日历年

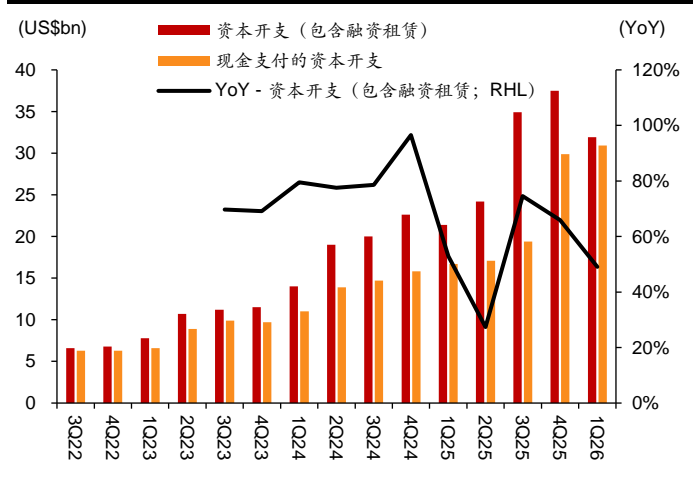
3QFY26 智能云板块营收 347 亿美元, 同比增长 29.6% (占总营收 42%); 其中 Azure 及其他云服务营收同比增长 40% (2QFY26: 39%)。本季度资本开支 (含融资租赁) 达 319 亿美元, 同比增长 49%, 其中约 2/3 用于短期资产 (如 GPU、CPU) 以满足市场需求。管理层强调, 芯片及电力基础设施供应紧张问题仍存, 基于当前可见度, 预计该情况至少持续至 2026 年底。考虑到关键环节成本涨价带来约 50 亿/250 亿美元额外影响, 管理层指引 4QFY26/2026 自然年资本开支分别超 400 亿美元/约 1900 亿美元。

图 23: 微软: 智能云、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

Microsoft 365 Copilot 付费席位突破 2000 万: 3QFY26 PBP 板块营收 350 亿美元, 同比增长 16.9% (3QFY25: 10.4%; 2QFY26: 15.9%), 占总营收 42%。固定汇率口径下, Microsoft 365 商业/消费者云营收同比增长 15%/29% (2QFY26: 14%/27%), 受益于商业付费席位/订阅用户数同比增长 6%/7% 及每用户平均收入 (ARPU) 提升。管理层披露, Microsoft 365 Copilot 付费席位在本季度突破 2000 万。

3QFY26 受 AI 基础设施及产品应用持续投入影响, 整体毛利率同比回落 1.1 个百分点至 67.6%; 但营业利润率达 46.3%, 同比提升 0.8 个百分点, 高于市场一致预期的 45.3%。管理层预计 2027 财年营收及营业利润仍将保持两位数增长, 我们预测 2027 财年营收/营业利润同比增速分别达 15.8%/14.5%。

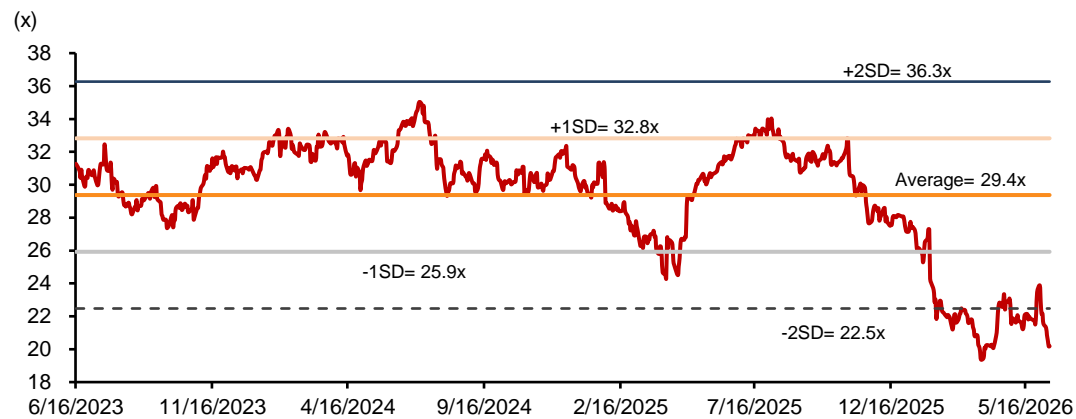
图 25: 微软: 财务预测

(USDmn)	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E
生产力与商业流程	69,274	77,728	120,810	139,231	153,838
同比增长	9.3%	12.2%	55.4%	15.2%	10.5%
占收入比 (%)	32.7%	31.7%	42.9%	42.3%	40.3%
智能云	87,907	105,362	106,265	136,653	173,568
同比增长	17.3%	19.9%	0.9%	28.6%	27.0%
占收入比 (%)	41.5%	43.0%	37.7%	41.5%	45.5%
更多个人计算	54,734	62,032	54,649	53,450	54,098
同比增长	-8.7%	13.3%	-11.9%	-2.2%	1.2%
占收入比 (%)	25.8%	25.3%	19.4%	16.2%	14.2%
总营收	211,915	245,122	281,724	329,334	381,504
同比增长	6.9%	15.7%	14.9%	16.9%	15.8%
毛利润	146,052	171,008	193,893	222,959	255,226
毛利率 (%)	68.9%	69.8%	68.8%	67.7%	66.9%
经营利润	88,523	109,433	128,528	153,532	175,742
经营利润率 (%)	41.8%	44.6%	45.6%	46.6%	46.1%
同比增长	6.2%	23.6%	17.4%	19.5%	14.5%
净利润	72,361	88,136	101,832	129,397	146,079
净利润率 (%)	34.1%	36.0%	36.1%	39.3%	38.3%
同比增长	-0.5%	21.8%	15.5%	27.1%	12.9%

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

估值层面，基于招银国际盈利预测，微软目前交易于 20.3x FY27E PE，已经低于过去三年预期市盈率均值减两个标准差的水平。我们认为市场已经较为充分反映对于软件公司的悲观预期。展望来看，我们认为稳健的盈利增长及从“按用户计费”模式拓展至“按用户 + 使用量计费”模式有望成为公司股价增长的催化因素。

图 26: 微软：过去三年平均的一年前瞻 PE 估值区间



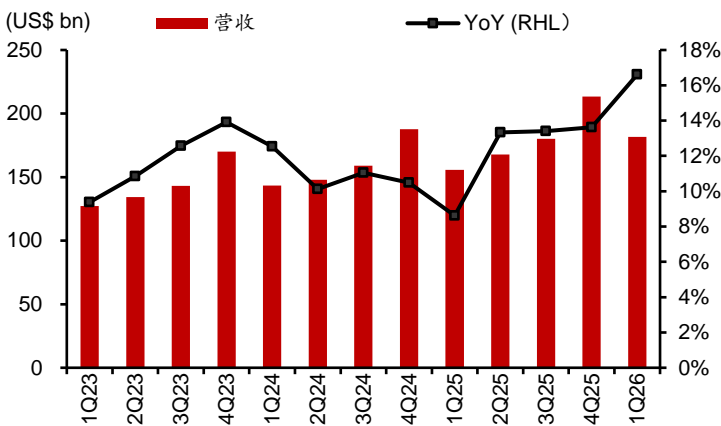
资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

注：数据截至 2026 年 6 月 16 日

亚马逊 (AMZN US, 买入, 目标价: 305.0 美元) : AWS 增长动能持续增强

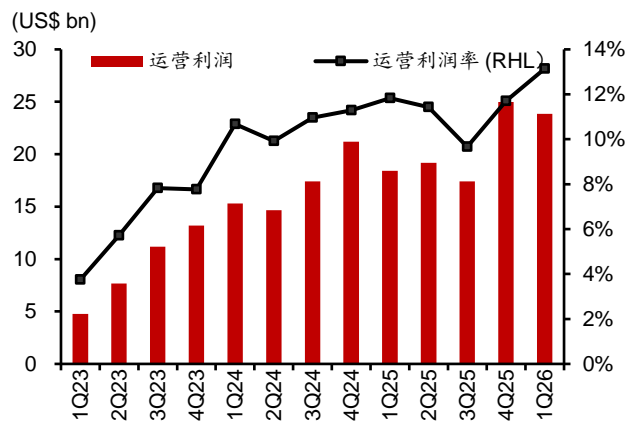
1Q26 亚马逊业绩全面好于市场的预期, 在主要的市场关注点中, AWS 营收增速超预期且有望随着芯片及电力基础设施供给受限缓和而进一步加速, 全年 Capex 指引在存储价格显著上涨的过程中并没有上调, 零售业务的营收/利润好于预期, 同时管理层更新芯片业务年化营收规模超过 200 亿美元且 Graviton 芯片已经锁定了超过 2250 亿美元的营收订单承诺。我们认为亚马逊稳健的盈利增长 (我们预测 2026 年亚马逊经营利润将同比增长 27%) 依旧是股价成长的支撑因素, 305.0 美元的目标价基于 17.6x EV/EBITDA 估值, 目标估值水平与公司三年均值区间一致, 维持买入评级。

图 27: 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

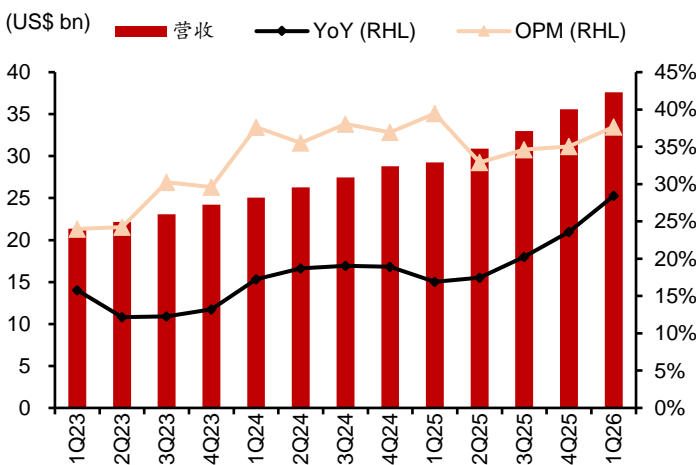
图 28: 亚马逊: 运营利润及运营利润率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

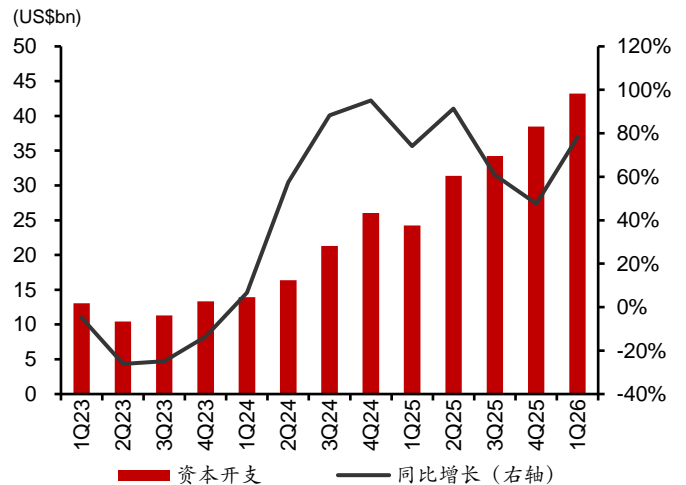
1Q26 亚马逊营收达 1815 亿美元, 同比增长 16.6% (1Q25: 8.6%), 固定汇率口径下同比增长 15%; 营业利润总额 239 亿美元, 同比增长 30%。业绩超预期主要由北美业务、AWS 云业务及国际业务三大板块全面好于预期驱动。1Q26 AWS 营收同比增速进一步攀升至 28.4% (4Q25: 23.6%; 1Q25: 16.9%)。管理层指引 2Q26 营收区间 1940 亿-1990 亿美元, 隐含同比增速 16%-19%; 营业利润区间 200 亿-240 亿美元。

图 29: 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 30: 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

AWS：营收同比增速环比进一步上行：1Q26 AWS 营收 376 亿美元，同比增长 28.4%（4Q25：23.6%）。受资本开支投入影响，AWS 营业利润率为 37.7%，同比回落 1.8 个百分点。1Q26 资本开支含融资租赁规模达 432 亿美元，同比增长 78%、环比增长 12%；管理层维持 2026 年全年 2000 亿美元资本开支指引。管理层指出 1Q26 AWS 在手订单规模达 3640 亿美元（不含近期与 Anthropic 达成的超千亿美元合作订单），环比大增 49%。在手订单大幅增长印证需求景气度高，我们预计 2Q26 AWS 营收增速将进一步提升至 31%。

亚马逊芯片业务（含 Graviton、Trainium、Nitro 系列）1Q26 营收环比增长 40%，年化营收规模已突破 200 亿美元，同比增速达三位数；其中 Graviton 芯片已锁定超 2250 亿美元营收订单承诺。旗下 AI 购物助手 Rufus 2026 年一季度月活跃用户数同比增长超 115%，用户互动活跃度同比提升约 4 倍。

图 31: 亚马逊：财务预测

(USDbn)	2023	2024	2025	2026E	2027E
总营收	574.8	638.0	716.9	837.2	960.8
<i>同比增长</i>	<i>11.8%</i>	<i>11.0%</i>	<i>12.4%</i>	<i>16.8%</i>	<i>14.8%</i>
毛利润	270.0	311.7	360.5	428.9	497.1
经营利润	36.9	68.6	80.0	101.6	133.0
<i>同比增长</i>	<i>200.9%</i>	<i>86.1%</i>	<i>16.6%</i>	<i>27.1%</i>	<i>30.9%</i>
净利润	30.4	59.2	77.7	96.3	105.9
利润率 (%)					
毛利率	47.0%	48.9%	50.3%	51.2%	51.7%
经营利润率	6.4%	10.8%	11.2%	12.1%	13.8%
净利润率	5.3%	9.3%	10.8%	11.5%	11.0%

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、相对高利润率的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 27%。

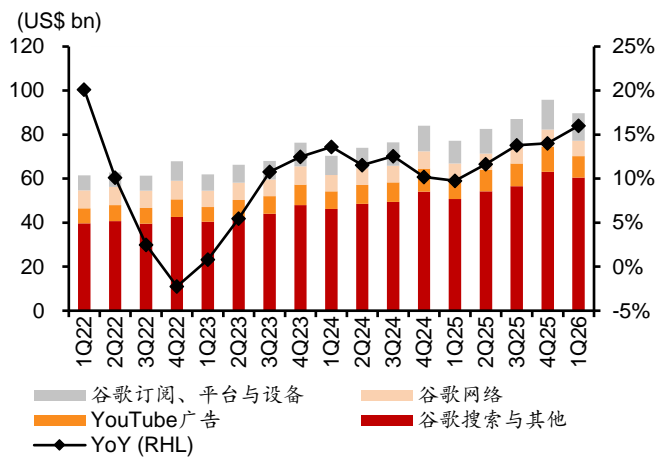
谷歌 (GOOG US, 买入, 目标价: 425.0 美元) : 搜索与云业务表现强劲支撑 1Q26 业绩超预期; AI 成为核心增长引擎

谷歌 1Q26 业绩好于预期, 总营收同比增长 22%, 营业利润同比增长 30%, 分别较一致预期高 3%和 10%, 主要得益于 AI 持续驱动核心搜索与云业务的强劲增长。云业务的超预期收入增长及利润率提升反映了 AI 投入带来的短期直接收益, 同时 AI+搜索有望在中长期持续推动公司收入健康增长。我们认为, 1Q26 业绩超预期体现谷歌 AI 投入良好的 ROIC, 同时明确公司在短中长期均有望持续受益于 AI。尽管 AI 投入持续增加, 我们预计公司 FY26 整体运营利润仍将实现 28%的同比增长。

1Q26 谷歌搜索及其他业务收入同比增长 19%至 604 亿美元, 增速进一步提速 (4Q25/3Q25: +17%/15%)。AI Overviews、AI Mode 等功能推动搜索量创下历史新高。此外, AI 从多维度提升广告商业化效率: 1) AI 强化用户意图理解能力, 使广告相关性提升约 10%, 带动用户活跃度增长; 2) AI 广告工具助力广告主投放效率提升, 目前谷歌超 30%的客户搜索广告预算已用于 AI Max、Performance Max 等 AI 智投工具; 3) AI 打造全新用户体验与广告形式, 进一步释放广告商业化潜力。1Q26 YouTube 广告收入同比增长 11%至 99 亿美元, 主要由效果类广告拉动。

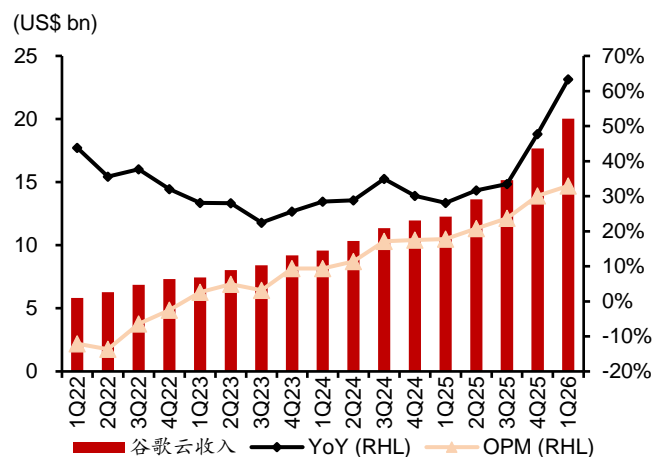
谷歌云表现强劲, 成为公司收入及利润的重要增长驱动力: 1Q26 谷歌云收入同比增长 63%至 200 亿美元 (4Q25/3Q25: +48%/34%), 主要受 AI 解决方案与算力基础设施需求旺盛驱动。Gemini Enterprise 付费用户环比增长 40%。云业务在手订单 (包含谷歌云平台及 TPU 硬件销售) 1Q26 环比近乎翻倍, 达到 4600 亿美元; 管理层预计超 50%的在手订单将在未来 24 个月内确认, 我们认为这将支撑 FY26/27 年云业务营收维持 50%以上增速。同时受益于强劲运营杠杆, 1Q26 谷歌云营业利润率同比提升 15 个百分点、环比提升 3 个百分点至 33%。

图 32: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

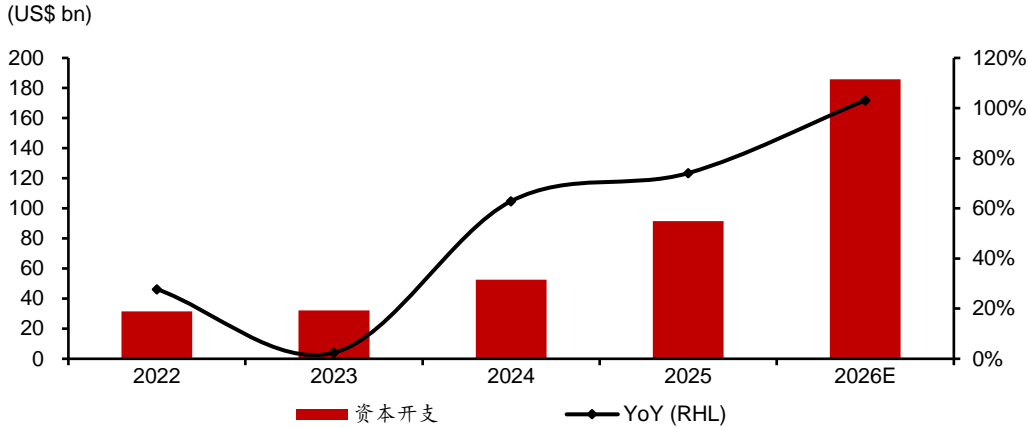
图 33:谷歌云: 收入及同比增速



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

1Q26 公司整体营业利润率同比提升 2.2 个百分点至 36.1%, 主要得益于运营杠杆释放与经营效率改善。管理层小幅上调 FY26 总资本支出指引至 1800-1900 亿美元 (前值: 1750-1850 亿美元), 主要考虑到 Intersect 收购带来的资本开支。

图 34: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

尽管资本开支及相关折旧费用增加对盈利或造成一定压力, 但我们预计公司FY26仍然维持28%的运营利润增长, 其中谷歌云业务的强劲收入增长及利润率提升将成为公司利润增长的核心驱动力。

图 35:谷歌: 财务预测

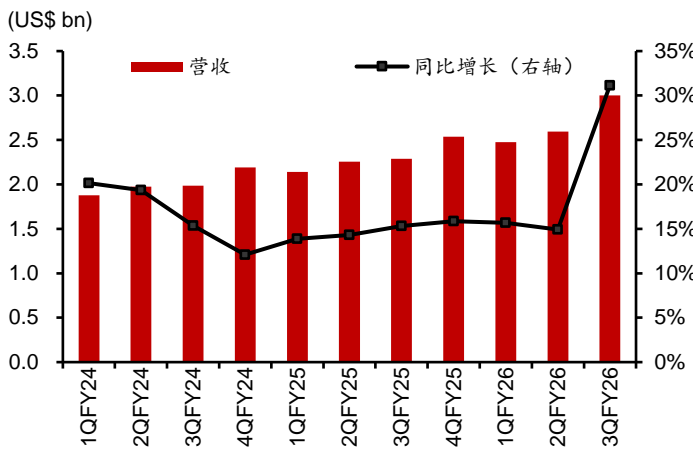
(十亿美元)	2023	2024	2025	2026E	2027E
总收入	307	350	403	482	573
YoY	8.7%	13.9%	15.1%	19.8%	18.9%
谷歌服务	273	305	343	388	432
YoY	7.5%	11.9%	12.4%	13.1%	11.4%
谷歌云	33	43	59	94	141
YoY	25.9%	30.6%	35.8%	59.7%	50.0%
其他投资	2	2	2	2	2
YoY	43.0%	7.9%	-6.7%	-0.4%	-0.3%
运营利润	84	112	129	165	200
YoY	12.6%	33.3%	14.8%	28.2%	21.0%
净利润	74	100	132	176	173
YoY	23.0%	35.7%	32.0%	33.0%	-1.6%
销售费用率	9.1%	7.9%	7.1%	7.0%	6.2%
研发费用率	14.8%	14.1%	15.2%	15.8%	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%	34.3%	34.9%
净利润率	24.0%	28.6%	32.8%	36.4%	30.2%

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

派拓网络 (PANW US, 买入, 目标价: 299.7 美元) : AI 驱动需求延长营收增长路径

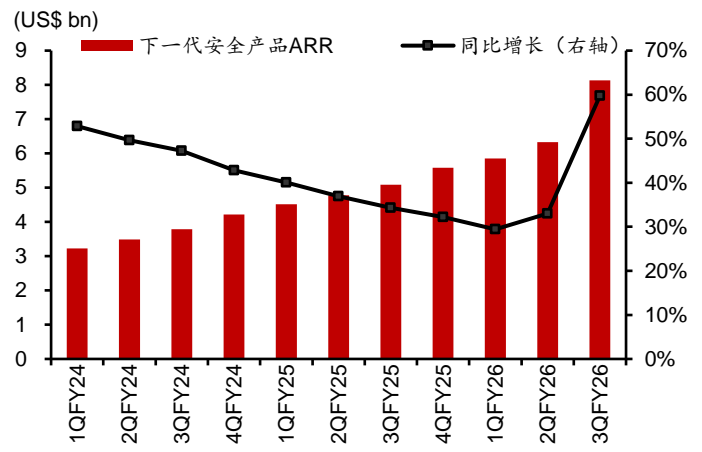
Palo Alto Networks (PANW) 3QFY26 (财年结于 7 月) 收入同比增长 31% 至 30 亿美元 (若剔除 CyberArk 和 Chronosphere 并表影响, 同比增长 14%) ; Non-GAAP 净利润达到 6.84 亿美元, 同比增长 22%。我们认为, AI 驱动的需求正在延长公司的增长路径, 早期成果已初步验证这一趋势: 1) 一家领先前沿 AI 实验室贡献了超过 2 亿美元 ARR, 并依赖 PANW 提供覆盖训练和推理环节的可观测性能力; 2) Prisma AIRS 客户数在 3QFY26 超过 300 家 (1QFY26/2QFY26: 30 家/>100 家)。与此同时, PANW 在 3QFY26 实现约 40% 的 SASE ARR 同比增长 (高于 3QFY25 的 36%), 主要受客户优先部署覆盖混合办公环境及 AI 应用的统一安全防护平台推动, 增速超过行业平均水平的两倍, 体现出 PANW 强劲的市场地位。我们继续看好 PANW 将成为生成式 AI 时代的核心受益者之一, 随着 AI 相关部署规模持续扩大, 安全需求有望保持稳健增长。我们的目标价为 299.7 美元, 基于 16.5x EV/Sales 和 FY27 财年营收, 目标估值倍数与过去两年平均 EV/Sales 加两个标准差水平一致。

图 36: 派拓网络: 收入及同比增速



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

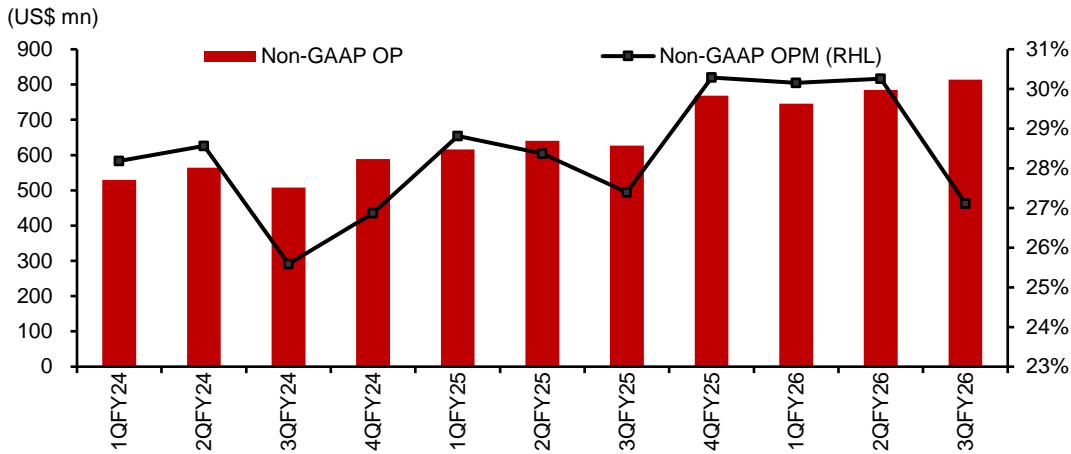
图 37: 派拓网络: NGS ARR 及营收增长



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

SASE ARR 增长保持强劲。平台化战略持续推进, 推动 PANW 在 3QFY26 实现稳健收入增长。截至 3QFY26, PANW 累计实现约 1,650 个平台化客户 (不含身份安全及可观测性业务), 季度净新增 110 个 (2QFY26: 约 110 个)。管理层表示, 平台化客户的净收入留存率在 3QFY26 达到 120% (2QFY26: 119%)。截至 3QFY26, 下一代安全产品 ARR 达到 81 亿美元, 同比增长 60%; 若剔除 CyberArk 及 Chronosphere 并购贡献, 同比增长 28%。NGS ARR 超过 500 万美元/1,000 万美元的客户数量分别达到 195 家和 67 家, 同比增长 51% 和 49%。SASE ARR 同比增长约 40% (2QFY26: 40%) 超过 16 亿美元。PANW 持续提升其在 SASE 市场中的份额, 并保持大型厂商中最快的增长速度。管理层预计 4QFY26 NGS ARR 将达到 89 亿-89.5 亿美元, 同比增长 59%-60%。

图 38: 派拓网络: Non-GAAP OP 及 OPM



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

AI 安全平台快速获得市场认可。PANW 的 Prisma AIRS 在 3QFY26 客户数超过 300 家 (2QFY26: 超过 100 家), 管理层预计该平台将在未来两个季度内实现超过 1 亿美元 ARR。Cortex XSIAM 正在为 AI 时代的 SOC (安全运营中心) 统一安全数据, 其 ARR 在 2026 财年第三季度同比增长约 100%, 超过 6 亿美元。Cortex XSIAM 客户数在 2026 财年第三季度超过 740 家, 同比增长 150%。Chronosphere 在 2026 财年第三季度 ARR 突破 3 亿美元, 并随着 AI 数据量和基础设施规模的持续增长而加速扩张。

图 39: 派拓网络: 财务预测

(百万美元)	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E
总收入	6,893	8,028	9,222	11,424	14,283
YoY	25.3%	16.5%	14.9%	23.9%	25.0%
产品收入	1,578	1,603	1,802	2,234	2,487
YoY	15.8%	1.6%	12.4%	24.0%	11.3%
订阅及支持收入	5,314	6,424	7,420	9,190	11,796
YoY	28.4%	20.9%	15.5%	23.9%	28.3%
订阅收入占总收入比例	77.1%	80.0%	80.5%	80.4%	82.6%
毛利润	4,983	5,968	6,770	8,061	9,809
Non-GAAP 经营利润	1,660	2,190	2,652	3,321	4,316
Non-GAAP 净利润	1,440	1,948	2,345	2,888	3,651

利润率	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E
毛利率	72.3%	74.3%	73.4%	70.6%	68.7%
研发费用率	23.3%	22.5%	21.5%	21.8%	19.9%
销售及营销费用率	36.9%	34.8%	33.6%	35.0%	33.3%
一般及行政费用率	6.5%	8.5%	4.8%	7.7%	5.5%
Non-GAAP 经营利润率	24.1%	27.3%	28.8%	29.1%	30.2%
Non-GAAP 净利润率	20.9%	24.3%	25.4%	25.3%	25.6%

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

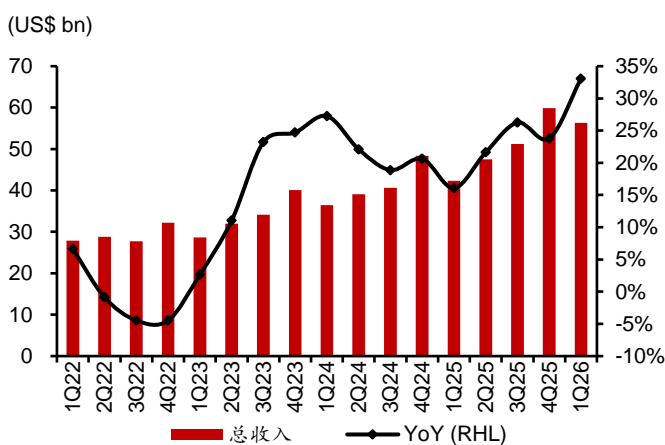
Meta (META US, 买入, 目标价: 880.0 美元) : AI 加速广告收入增长, 上调 FY26 资本支出指引

Meta 1Q26 业绩好于预期但股价承压, 我们认为投资人的主要担忧仍然在于 AI 投入的 ROIC 以及公司中短期的盈利增长确定性, 公司需要通过收入端的持续加速及运营效率的显著提升以有效缓解市场担忧: 1) 1Q26 总营收同比增长 33%, 较 4Q25 进一步加速, AI 带动广告曝光与广告价格共同提升, 分别同比增长 19% 和 12%。但受高基数效应及中东地缘政治因素影响, 管理层预计 2Q26 总营收同比增长 22%-28%, 增速略有放缓; 2) 尽管公司 5 月推出裁员 10% 的计划, 但重组相关费用及 AI 投入将抵消薪酬支出的回落, 因此公司维持 FY26E 总费用指引不变 (同比+38%-44%), 并且考虑到核心硬件成本上升及数据中心投入增加, 管理层将 FY26 资本支出指引上调至 1250 亿-1450 亿美元 (同比+73%-101%)。在较高的费用与资本投入强度之下, 叠加 AI+广告相对较长的投资回报周期, 市场对于公司盈利增长的担忧或将持续, 我们预计公司 FY26 运营利润同比增长 7%, 相比 FY25 明显放缓。我们看好 Meta 的人才与算力储备支持其实现个人超级智能 (Personal Superintelligence) 的愿景, AI 投入将持续拉动核心业务增长, 但 AI 对于盈利端的贡献或需要更长时间才能显现。

1Q26 FoA 广告收入同比增长 33% 至 550 亿美元 (4Q25/3Q25 同比+24%/26%), AI 带动广告曝光与广告价格共同提升, 分别同比增长 19% 和 12%。1Q26 FoA 其他收入同比增长 74% 至 8.85 亿美元, 主要由 WhatsApp 付费消息及订阅业务强劲增长拉动。AI 从多维度提振广告表现: 1) 用户活跃度层面: 推荐算法优化推动 1Q26 Facebook 视频总观看时长环比增长 8%, 创四年最大环比增幅; 2) 商业化层面: Lattice 与 GEM 模型迭代优化, 带动落地页广告转化率提升超 6%; 3) 广告产品层面: 已有超 800 万广告主至少使用一款 Meta 生成式 AI 广告创意工具, 其中使用视频生成功能的广告主转化率提高超 3%。

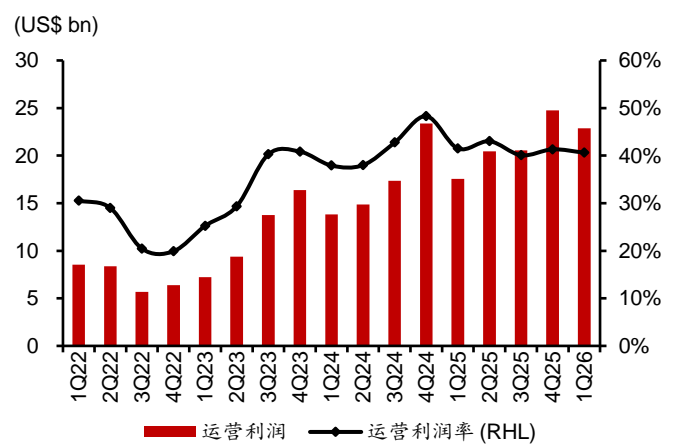
Meta 全新大模型 Muse Spark 是公司落地个人超级智能愿景的关键一步。该模型在视觉理解、健康咨询、购物、社交内容等 C 端应用场景具备领先优势。自 Meta AI 接入 Muse Spark 模型后, Meta AI 应用稳居应用商店榜单前列, 单用户对话量实现双位数同比增长。展望未来, 公司正研发个人智能体产品, 助力用户实现多元化的生活及事务目标。

图 40: Meta: 收入及同比增速



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

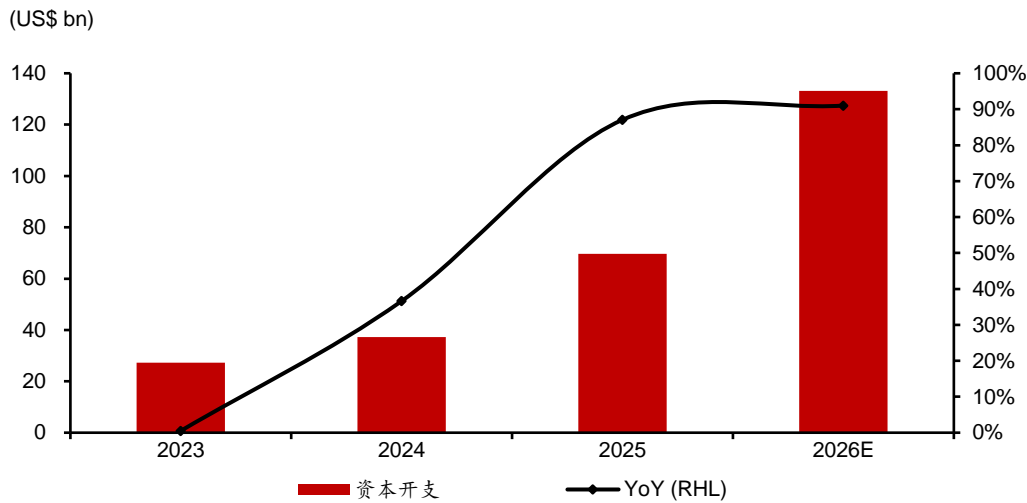
图 41: Meta: 运营利润



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

受存储等核心零部件价格上行影响, 公司将 FY26 资本支出由 1150 亿-1350 亿美元上调至 1250 亿-1450 亿美元 (同比+73%-101%); 同时公司持续上线定制芯片与 AMD 芯片, 着力提升整体算力投资效率。

图 42: 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

尽管公司于 5 月推出裁员计划，但重组相关费用将抵消薪酬支出的回落，因此 Meta 维持 FY26E 总费用指引不变，仍为 1620 亿-1690 亿美元（同比+38%-44%）。但同时公司也维持了 FY26 营业利润正增长的指引。得益于 AI 支撑广告收入强劲增长，我们预计公司 FY26 运营利润维持 7% 的韧性增长。

图 43: Meta: 财务预测

(十亿美元)	2023	2024	2025	2026E	2027E
总收入	134.9	164.5	201.0	253.6	301.6
YoY	15.7%	21.9%	22.2%	26.2%	19.0%
FoA 收入	133.0	162.4	198.8	251.4	299.4
YoY	16.2%	22.1%	22.4%	26.5%	19.1%
Reality labs 收入	1.9	2.1	2.2	2.2	2.2
YoY	-12.2%	13.2%	2.8%	-0.4%	-0.3%
运营利润	46.8	69.4	83.3	89.3	102.5
YoY	61.5%	48.4%	20.0%	7.2%	14.9%
净利润	39.1	62.4	60.5	85.3	89.8
YoY	68.5%	59.5%	-3.0%	41.2%	5.3%
销售费用率	9.1%	6.9%	6.0%	5.1%	5.5%
研发费用率	28.5%	26.7%	28.5%	35.6%	36.0%
管理费用率	8.5%	5.9%	6.0%	5.7%	5.7%
运营利润率	34.7%	42.2%	41.4%	35.2%	34.0%
净利润率	29.0%	37.9%	30.1%	33.7%	29.8%

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关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上责任。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。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。