

美股科技季报总结：云服务增速中枢抬升，软件板块逻辑分化

核心观点

2026Q1 标志 AI 产业正式进入可验证货币化周期，此前“高 Capex 压制利润”的悲观逻辑有所缓解，AI 成为利润率扩张核心驱动力。市场需建立“需求型 + 通胀型”Capex 双轨框架，存储 LTA 集中生效推高硬件成本，台积电产能满载验证算力刚需但成本压力长期存在。云三强格局分化，Google Cloud 以 63% 增速领跑，AWS 增速二季度有望修复至 Mid-30s。AI 红利向软件层传导，Datadog、Snowflake 业绩加速兑现。建议择优增持全栈云算力龙头及高增 AI 基础设施 SaaS 标的。

投资要点

2026 年一季度标志着全球科技行业完成关键叙事迭代，AI 产业正式告别纯粹主题炒作阶段，全面进入可验证、可量化的货币化落地周期，彻底颠覆此前市场对科技巨头 AI 资本开支的定价逻辑。2023-2024 年行业持续加码的 AI 基础设施资本开支，已从单纯远期战略投入，转化为实打实的营收与利润增量，财报端盈利能力持续兑现。市场此前“高 Capex 压制利润、AI 投入仅为远期预期”的悲观定价逻辑被系统性推翻，AI 不再是成本端拖累，反而成为科技企业利润率扩张的核心驱动力，标志着近五年科技行业最重要的估值重构拐点落地。

当前市场对 AI 资本开支的主流认知存在明显偏差，需建立“需求型 Capex+通胀型 Capex”双轨拆解框架，厘清行业多空分歧核心。2026 年二季度起集中生效的存储长期协议（LTA），推动云厂商硬件采购底价系统性上移，微软、Meta 等巨头本轮 Capex 上调中，大量增量来自内存等硬件通胀带来的被动成本抬升，并非全部源于 AI 算力增量需求。从供给侧来看，台积电产能 2025 年末已近乎满载，后续行业扩张以高投入的新建产能为主，进一步推高硬件投入密度，既验证了 AI 算力刚需的持续性，也预示行业硬件成本压力将长期存在，市场需修正“Capex 上行即需求超预期”的单一叙事。

软件与服务

维持

强于大市

于伯韬

yubotao@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520110001

SFC 编号:BRR519

许悦

xuyue@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523030001

发布日期：2026 年 06 月 06 日

市场表现



相关研究报告

全球云三强格局迎来结构性分化，短期市场错杀行情有望快速修复，AI全栈能力成为核心竞争壁垒。2026年一季度 Google Cloud 凭借端到端企业 AI 解决方案实现 63% 的高速增长，利润率大幅扩张，TPU 硬件对外开放交付实现商业模式跨越式升级，成为唯一实现搜索、广告、云、自研芯片四维同步增长的巨头；Azure 依托合规壁垒与多模型生态维持 40% 稳健增速；而 AWS 28% 的增速看似掉队，实则为 OpenAI 合作协议调整导致的阶段性会计扰动，预留算力无法确认收入，随着 2026 年二季度新协议落地，其增速有望修复至 35% 左右，此前的结构性弱势叙事将被证伪。同时，亚马逊自研芯片体系已形成 200 亿美元年化营收规模，算力成本护城河持续加深。

AI 货币化红利持续向软件基础设施、垂直 SaaS 产业链传导，细分赛道增长确定性全面抬升。底层算力与云基础设施的落地，带动中层工具、应用层产品快速兑现价值：Datadog 彻底化解 OpenAI 客户迁移风险，叠加 Anthropic 业务增量，形成双引擎增长格局，2026 年下半年至 2027 年增长能见度显著提升；Snowflake 的 Cortex Code 创下公司史上最快商业化速度，两个月实现 1% 营收占比，AI 产品形成用户复用、数据消耗的正向循环，带动公司全年营收与利润率指引持续上修。整体来看，AI 产业红利已从上游算力逐步渗透至全产业链，行业从“单点技术突破”转向“全栈价值兑现”，细分优质标的估值修复空间充足。

投资建议：综合产业基本面与估值定价，当前海外科技板块呈现**高景气基本面、估值也偏高**的阶段，整体维持择优增持、逢低布局的核心策略。结合本轮 AI 资本开支可明确拆分刚需增量与通胀被动成本、云厂商盈利拐点确立、AI 应用层加速兑现的产业逻辑，市场短期波动更多源于 Capex 高增的情绪分歧，而非基本面走弱。建议规避业务竞争可能被 AI 模型直接冲击的终端标准化软件，重点锚定 **Google Cloud、AWS 为代表的全栈云算力龙头**，以及 **Datadog、Snowflake 等业绩高增、估值合理的 AI 基础设施 SaaS 标的**，把握 2Q26 AWS 增速修复、AI 软件产品持续放量带来的估值修复与业绩双击行情，同时持续跟踪硬件通胀成本、巨头资本开支节奏及行业竞争格局变化带来的波动风险。维持“强于大市”评级。

目录

AI 货币化时代"开启：从 Capex 兑现到机制拆解，多空分歧的市场定价全解析	1
Mega Tech 的 AI 投资：开始看到云服务的持续加速增长，ROI 担忧缓解	2
区分成本上涨型 CapEx 上修以及规模扩张型 CapEx 上修	2
本季度 OpenAI 合作协议调整，Anthropic Claude Code ARR 带动 GCP/AWS 需求强劲	3
AWS 需求侧受 Claude 模型带动，TR 系列芯片持续放量，中期 AWS 增速中枢明显回升	4
微软云增速受内部资源分配策略调整影响，预计下半年影响逐步消减	5
Meta AI 投入的回报路径单一，降本增效被硬件价格上涨抵消，EPS 路径不确定性较高	6
Datadog 客户迁移风险缓解，新产品仍处于早期阶段	7
Snowflake Cortex Code 增速历史最快，全年收入指引上修反映强劲需求趋势	9
其他软件：MDB、ESTC 尚处于转型阶段，收入增速尚未明显改善	10
网安软件：Mythos 影响有限，CrowdStrike 持续交叉销售新产品，Palo Alto Network 面临整合执行 风险	10
投资评价和建议	13
风险分析	14

图目录

图 1:2Q22-1Q26 三大公有云收入增速趋势（%）	2
图 2:2Q22-1Q26 三大公有云收入增量趋势（百万美元）	2
图 3:2Q22-1Q26 Google Cloud 收入及经营利润率（%）	4
图 4:2Q22-1Q26 Google 搜索收入及同比增速（%）	4
图 5:2Q22-1Q26 AWS 收入及经营利润率趋势（%）	5
图 6:2Q22-1Q26 Amazon 电商收入及同比（百万美元，%）	5
图 7:FY23Q1-26Q3 Azure 收入及经营利润率趋势（%）	6
图 8:FY22Q4-Q6Q3 M365 Commerical Cloud 收入及增速（%）	6
图 9:Meta 2Q24-1Q26 DAP 及增速情况（亿人，%）	7
图 10:2Q24-1Q26 Meta 广告量价驱动力拆分（%）	7
图 11:DDOG CY2Q22-1Q26 的收入及同比情况（%）	8
图 12:DDOG CY2Q22-1Q26 ARR 大于 10 万美元的客户趋势	8
图 13:Snowflake CY2Q22-1Q26 收入及同比增长情况（%）	9
图 14:Snowflake FY23Q4-27Q1 年付费大于 100 万美元客户数量及增速	9
图 15:MongoDB CY2Q22-1Q26 收入及同比增长情况（%）	10
图 16:Elastic CY2Q22-1Q26 收入及同比增长情况（%）	10
图 17:CY2Q22-1Q26 CRWD 收入及同比增长情况（%）	11
图 18:CY2Q22-1Q26 PANW 收入及同比增长情况（%）	11

AI 货币化时代"开启：从 Capex 兑现到机制拆解，多空分歧的市场定价全解析

叙事切换与市场定价的结构性重组。本季度标志着"AI 炒作"阶段的终结和"AI 货币化"时代的真正开启。切实的增长指标开始为硅谷史上最高投资水平提供合理性背书，而不再只是前瞻承诺。1Q26 是近五年最重要的科技财报季，因为它完成了一个关键的市场叙事切换：此前市场惩罚大型科技公司加大 Capex 的逻辑被系统性推翻，2023 - 2024 年 Capex 的回报已明确呈现在 P&L 中。

但本季度传递的信号远比"AI 开始赚钱"更复杂。经过对财报数据、业绩电话会、分析师 callback、专家访谈和替代数据的交叉验证，我们发现市场的共识叙事至少需要在三个方向上做出重大修正：

1) 此前共识 Capex 上调 = AI 需求强劲的滞后印证，但 Capex 上调中有相当比例是 LTA（长期协议）底价机制驱动的被动成本上移（内存 LTA 锁定底价于 3 - 4 月生效），而非全部来自增量需求，因此需区分"需求型 Capex"与"通胀型 Capex"两本账；

2) 此前市场担忧 AWS 增速弱于 GCP/Azure，结构性掉队，但 AWS Miss 主要来自 Blackwell 容量为 OpenAI 预留但因 MSFT 合同未敲定无法确认收入的会计现象；新协议 4 月起释放，隐含 2Q AWS YoY ~+35%，而 AWS"掉队"叙事大概率是短期错杀，2Q26 将证伪。

3) DDOG/SNOW 是 AI 受益型平台，DDOG 的"OpenAI 迁移悬崖"已从 2Q26 推迟到 4Q26，Anthropic ARR 即将单独突破 \$100M；SNOW 的 Cortex Code 2 个月达到 1% 营收占比（Snowpark 用了 1 年），两家公司 2H26/FY27 增长可见度被显著拔高。

本季度传递的五大核心信号：1) AI 不再只是成本端压力，而是利润率扩张驱动力，Google Cloud OPM 从 17.8%¹→32.9%²。2) 云三强格局重新分化，Google Cloud 强势突围，Google Cloud +63%，Azure +40%，AWS +28%³（但后者有会计扰动）；3) 广告平台 AI ARPU 提升逻辑获最大规模验证，Meta 广告收入+33%，ARPP 同比+27%；AppLovin 营收+59%；4) 自研芯片对推理单位经济性改善开始可量化，Amazon 自研芯片组合年化营收突破 \$200 亿⁴；TPU 首次向客户自有数据中心交付硬件⁵；5) 软件基础设施层 AI 被动受益拐点确认，Datadog 首破 10 亿美元，Snowflake Cortex Code 2 个月达 1% 营收占比⁶。

¹ <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1652044/000165204425000043/goog-20250331.htm>

² <https://tech-insider.org/alphabet-q1-2026-earnings-109-billion-google-cloud-surge/>

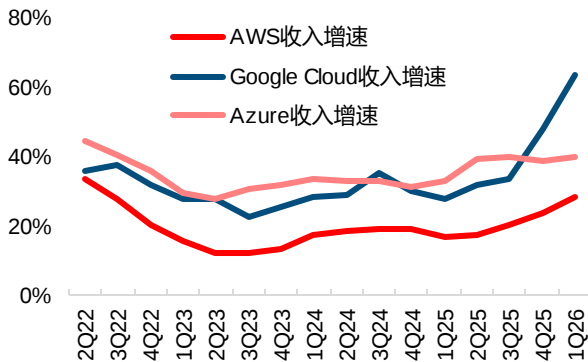
³ <https://www.cnbc.com/2026/04/29/aws-earnings-q1-2026.html>

⁴ <https://www.tikr.com/blog/amazon-beat-q1-2026-earnings-on-every-line-the-bigger-story-is-the-chip-business-inside-aws>

⁵ <https://blog.google/company-news/inside-google/message-ceo/alphabet-earnings-q1-2026/>

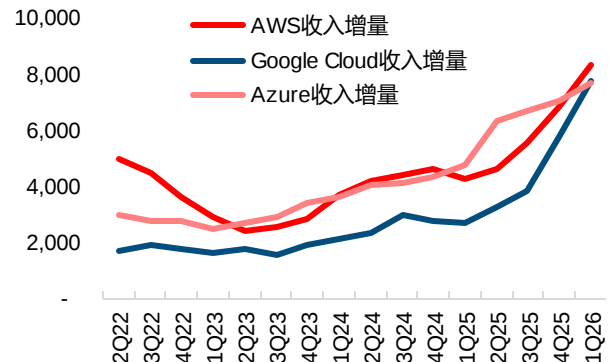
⁶ <https://www.fool.com/earnings/call-transcripts/2026/05/27/snowflake-snow-q1-2027-earnings-transcript/>

图 1:2Q22-1Q26 三大公有云收入增速趋势 (%)



数据来源：公司公告，中信建投

图 2:2Q22-1Q26 三大公有云收入增量趋势 (百万美元)



数据来源：公司公告，中信建投

Mega Tech 的 AI 投资：开始看到云服务的持续加速增长，ROI 担忧缓解

四大超大规模科技公司合计承诺 2026 年 AI 基础设施资本支出规模前所未有。Meta 2025 年资本支出为 722 亿美元⁷，财报后上调 2026 年全年资本支出指引至 1,250 亿至 1,450 亿美元。Alphabet 同步更新 2026 年资本支出指引区间至 1800-1900 亿美元⁸。Amazon 在 2 月预测其 2026 年资本支出将达约 2,000 亿美元⁹。Meta Capex 上调的市场反应是本学期最典型的多空分歧案例：股价在财报后盘后下跌约 6-7%，核心触发因素是资本支出上调。Meta Q1 2026 财报本身大幅超出市场预期，营收达 563.1 亿美元，同比增长 33%，EPS 为 10.44 美元，含 \$8.03B 税收优惠；调整后 EPS \$7.31，仍然超一致预期。

区分成本上涨型 CapEx 上修以及规模扩张型 CapEx 上修

传统的 Capex 上调=需求强劲叙事忽略了一个关键的会计机制。云服务提供商与存储厂签订的长期协议 (LTA) 于 2026 年 3-4 月集中生效。所有前瞻 Capex 必须按 LTA 底价重新定价，即使需求不变，账面 Capex 也必须结构性上移。更关键的是，LTA 锁定的是下限，并未封顶上行：现货价进一步上涨则 Capex 仍需继续上修。以 Microsoft 为例，FY2026 Capex 指引 \$190B 中，约 \$25B 增量直接归因于内存及相关零部件涨价¹⁰。这部分不对应任何增量算力，是 pure cost inflation。Meta 同样确认：\$125-145B 上调区间“大部分来自内存价格传导”¹¹。

Capex 回报的正面依据仍然成立，但需叠加通胀折扣：Alphabet 营业利润达 397 亿美元¹²，超过一致预期，证明了在投资者曾担忧 AI 基础设施折旧压制利润率之际，利润率仍在扩张。Google Cloud 积压订单季度环比近乎翻倍，超过 4,620 亿美元¹³，1Q26 基于 AI 模型产品营收同比增长近 800%¹⁴。AWS Q1 积压订单为 3,640 亿美

7

<https://investor.atmeta.com/investor-news/press-release-details/2026/Meta-Reports-Fourth-Quarter-and-Full-Year-2025-Results/default.aspx>

⁸ <https://www.cnbc.com/2026/06/01/alphabet-to-raise-80-billion-from-stock-sales-to-fund-ai-buildout.html>

9

<https://www.theglobeandmail.com/investing/markets/stocks/AMZN/pressreleases/2162363/could-amazon-be-spending-too-much-on-ai-heres-what-wall-street-thinks-about-its-planned-200-billion-in-capex-for-2026/>

¹⁰ <https://www.microsoft.com/en-us/investor/events/fy-2026/earnings-fy-2026-q3>

¹¹ https://finance.yahoo.com/quote/META/earnings/META-Q1-2026-earnings_call-547899.html

¹² <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1652044/000165204426000048/goog-20260331.htm>

¹³ <https://www.tikr.com/blog/google-cloud-just-crossed-462-billion-in-backlog-heres-what-it-means-for-google>

¹⁴ <https://blog.google/company-news/inside-google/message-ceo/alphabet-earnings-q1-2026/>

元¹⁵，且不含 Anthropic 的 1,000 亿美元新协议。

供给侧方面，台积电利用率满载印证 Capex 刚性。台积电产能利用率从 2023 年低谷约 75% 持续攀升¹⁶，到 2025 年末已接近 100% 满载，2026 年预计维持约 100% 水平¹⁷。更关键的是，明确指出 "As TSMC reached near full utilization in late 2025, future expansion will be nearly all greenfield"——未来扩张将几乎全部是新建（Greenfield），需要同时投资洁净室基建和设备采购，而非以往的扩产为主。这意味着 Capex 密度将进一步上升。台积电前十大客户贡献超过总收入的 70%，例如 Apple、Nvidia、AMD、Qualcomm 等大客户¹⁸，这直接验证了 CSP 是 AI 芯片需求的核心驱动力。HPC 订单已占台积电 2025 年 Q2 营收的 60%，超越智能手机成为第一大平台，NVIDIA 据称占据台积电 CoWoS 先进封装产能的一半以上，预计 2025 年贡献台积电总营收的 19–21%。

对 Capex 两本账的含义：台积电利用率满载+Greenfield 扩张模式，说明 CSP 的 AI Capex 并非“可推迟的增量投入”，而是在存量产能已被完全吸纳后的刚性需求。这从供给侧强化了“需求型 Capex”的可持续性判断——但也意味着硬件采购成本在供需紧张下将持续面临上行压力。

本季度 OpenAI 合作协议调整，Anthropic Claude Code ARR 带动 GCP/AWS 需求强劲

需求侧，Google/AWS 云开启趋势性增速提升。Google Cloud 营收 200.3 亿美元，大幅超过华尔街预期的 184.1 亿美元¹⁹，从 2025 年 Q1 的 122.6 亿美元和 Q4 2025 的 176.6 亿美元持续加速。CEO Sundar Pichai 在财报电话会上表示：“我们的企业 AI 解决方案在 Q1 首次成为 Cloud 最主要的增长驱动力。”基于 Alphabet 生成式 AI 模型构建的产品营收同比增长近 800%。付费订阅总数达到 3.5 亿，Gemini Enterprise 产品的付费月活用户实现季度环比 40% 增长²⁰。

1Q26 是 TPU 大规模货币化的第一个季度。电话会原话：“We will begin delivering TPU hardware into select customers' own data centers.”这是 TPU 商业模式从“GCP 内部自用”向“外部销售”的第一次跨越。Google 是本季度唯一实现“搜索+广告+云+自研芯片”四维同步加速的公司。Google Cloud 是唯一能在整个企业 AI 全栈提供端到端第一方解决方案的提供商。TPU 垂直整合带来最强的推理侧利润率扩张逻辑。潜在隐忧包括 Google 历来擅长构建基础设施但在企业关系维系上屡有失误；+63% 增速的高基数效应将在 2H26 显现；Wiz 整合（\$320 亿收购）的执行风险尚未经完整财年验证。

Google Services（含搜索、YouTube、订阅等）营收 896 亿美元，同比增长 16%；搜索及其他营收增长 19% 至 604 亿美元（精确值 60.399B）；YouTube 广告营收 99 亿美元，同比增长约 11%，略低于 100 亿美元的一致预期。综合营业利润增长 30% 至 397 亿美元，营业利润率扩张 2 个百分点至 36.1%²¹。

¹⁵ <https://www.alphaspread.com/security/nasdaq/amzn/investor-relations/earnings-call/q1-2026>

¹⁶ <https://www.smbom.com/news/12858>

¹⁷

<https://www.techtimes.com/articles/316921/20260520/tsmc-arizona-fab-posts-514m-year-one-profit-q1-2026-earnings-surpass-full-2025-figure.htm>，台积电亚利桑那厂利用率高企，台湾领先制程与 CoWoS 先进封装产能“通过 2026 年已被完全预订”，台积电 CEO 魏哲家公开承认 CoWoS 持续售罄。

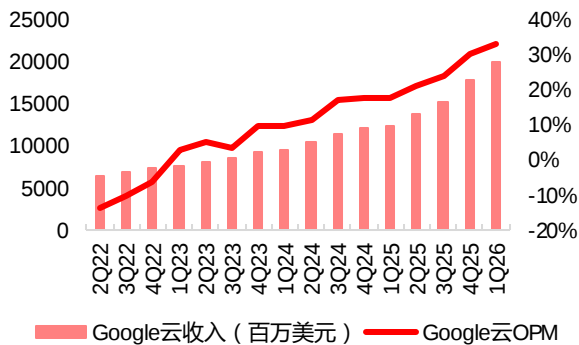
¹⁸ <https://wccfttech.com/apple-might-not-be-biggest-tsmc-customer-in-2025/>

¹⁹ <https://investinglive.com/stocks/google-smashes-q1-estimates-with-1099bn-revenue-cloud-surges-63-past-forecasts-20260429/>

²⁰ <https://www.cnbc.com/2026/04/29/alphabet-googl-q1-2026-earnings.html>

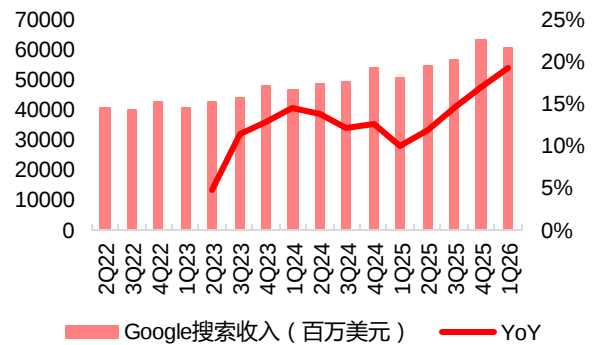
²¹ https://s206.q4cdn.com/479360582/files/doc_financials/2026/q1/2026q1-alphabet-earnings-release.pdf

图 3:2Q22-1Q26 Google Cloud 收入及经营利润率 (%)



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 4:2Q22-1Q26 Google 搜索收入及同比增速 (%)



数据来源：公司公告，中信建投证券

搜索广告+19%持续反驳 AI 吞噬搜索的悲观看法。传统逻辑认为 AI 会替代搜索(用户从 AI 直接获取答案)，但实际结果恰恰相反。CEO Pichai 表示搜索和其他广告营收增长 19%，"人们喜爱 AI Mode 和 AI Overviews 等 AI 体验，他们更频繁地回到搜索。"²²广告业务的加速来自 AI 而非尽管有 AI——这是本季度最重要的认知修正。搜索广告核心业务并未显示出被 AI 驱动搜索替代方案蚕食的迹象。AI Overview 提升了用户粘性与搜索频次，eCPM 定向精度提升支撑了单价。

AWS 需求侧受 Claude 模型带动，TR 系列芯片持续放量，中期 AWS 增速中枢明显回升

AWS 收入增速仍然不断上修。本季度收入同比+28%不是"结构性掉队"，而是"OpenAI 容量 stranded"的会计现象。AWS 营收同比增长 28%至 376 亿美元，是 15 个季度以来的最快增速，Amazon 总营收同步攀升 17%至 1,815 亿美元²³。Jassy 表示："在这样大的基数上以这样的速度增长是非常罕见的。上一次我们看到这一增速时，AWS 的规模大约只有现在的一半。"²⁴"AWS Q1 增速较预期略低，主要由于 AWS 为 OpenAI 预留了一大批 Blackwell 容量，但因 OpenAI 与 MSFT 的合同修订未敲定，这部分容量处于"已预留但无法确认收入"的状态。就在财报发布前，OpenAI-MSFT 更新合作条款，新合同允许 MSFT 从 AWS 租赁 GPU 容量²⁵。这部分营收从 4 月开始流入 AWS，亚马逊 2Q26 总指引（北美零售+15%、国际零售+14.5% FXN），隐含 AWS 2Q YoY ~+35%，即重新加速 7pp。



²² <https://www.fool.com/earnings/call-transcripts/2026/04/29/alphabet-googl-q1-2026-earnings-call-transcript/>

²³ <https://qz.com/amazon-q1-2026-earnings-aws-cloud-growth-042926>

²⁴ <https://www.digitalcommerce360.com/2026/04/30/amazon-aws-revenue-growth-milestone-q1-fy26/>

²⁵ <https://www.cnbc.com/2026/04/29/aws-earnings-q1-2026.html>

图 5:2022-1026 AWS 收入及经营利润率趋势 (%)

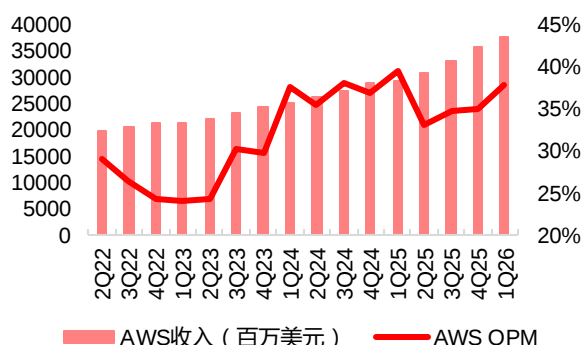
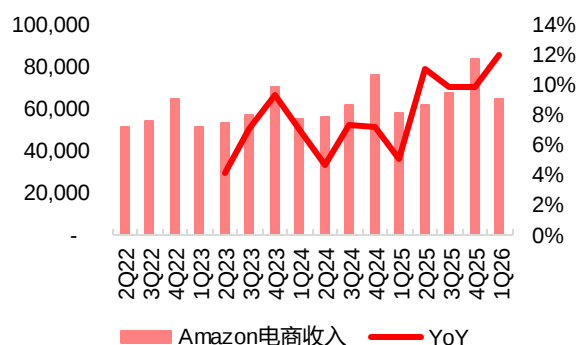


图 6:2022-1026 Amazon 电商收入及同比 (百万美元, %)



数据来源：公司公告，中信建投证券

数据来源：公司公告，中信建投证券

AWS 的自研芯片是被大幅低估的战略资产,Aamazon 的自研芯片组合包括 Trainium(AI 训练和推理加速器)、Graviton (通用计算 CPU)和 Nitro (网络和存储虚拟化), 合计年化营收运行率已突破 200 亿美元²⁶, 同比实现三位数增长, Q1 季度环比增长近 40%。更细的数据揭示了 Trainium 的竞争力深度: Trainium2 性价比比同档 GPU 优 30%, 基本售罄; Trainium3 (2026) 比 T2 再优 30-40%, 基本售罄; Trainium4 (2027 中) 大部分产能已被预订。Trainium 收入承诺已签约超过\$225B。

Bedrock 平台的爆发: Bedrock 营收 QoQ +170% (与 Anthropic 收入分成 QoQ +166%一致), 客户数超过 125,000 家, 其中 80% 为 Fortune 100 企业。OpenAI 在本季度将现有 380 亿美元 AWS 承诺扩展至 8 年 1,380 亿美元, 同期 Amazon 还就 Anthropic 达成最多 250 亿美元的新增协议²⁷。

我们认为 AWS 是 AI 算力需求最直接受益者且自研芯片形成成本护城河，OpenAI 容量释放将在 2Q 证伪“掉队”叙事；AWS 相比 Google Cloud +63% 仍存在明显增速差，但考虑绝对增量以及 TR 系列芯片后续量产进度，我们预计 27 年 AWS 在增量份额将有所回升。

微软云增速受内部资源分配策略调整影响，预计下半年影响逐步消减

微软云受制于 OpenAI 协议调整节奏有所扰动，但随着引入 Anthropic 模型预计 2H26 增速回升。Azure 及其他云服务营收增速达 40% (cc +39%)，2Q 指引锁定 +39–40% cc，符合预期²⁸。三个关键运营指标²⁹：第一，数据中心交付加速，GPU 到达后到生产可用的时间，今年以来压缩了近 20%，Wisconsin Fairwater 数据中心提前 6 周上线。第二，1Q 新增 1 GW 产能。第三，GPU 分配优先级反转，从 OpenAI > Copilot > Azure AI Foundry，调整为 Azure AI Foundry 优先级提升至第一。Maia 200 自研芯片：tokens/\$ 比舰队最新芯片优 >30%，已在 Iowa/Arizona 上线运行。Cobalt CPU 已部署到近一半数据中心 region，运行 Databricks/Siemens/Snowflake 的生产工作负载。H100 现货价从 2025 年 10 月的 \$1.70/hr 回升至 2026 年 3 月底的 \$2.35/hr (+38%)³⁰。过剩租赁库存“几乎已被完全消化”，未来 3 个月还有 15–20% 上行空间。Azure H100 break-even 约 \$1.65/hr，当前已远高于盈

²⁶ <https://www.fool.com/earnings/call-transcripts/2026/04/29/amazon-amzn-q1-2026-earnings-call-transcript/>

27

https://www.caixin.com/2026-04-21/102436544.html?f_link_type=f_linkinlinenote&flow_extra=eyJpY2pmbxpbVfZGlzCgxeV9wb3NpdGlybml6M CwiZG9jX3Bvc2l0aW9uIjowLCJkb2NfaWQjOiJkOWFmNmYzMTE4MjNkMjlyLTlhMDViZTlhNjdyZg5YjAifQ%3D%3D&originReferrer=doubao

²⁸ <https://www.microsoft.com/en-us/investor/events/fy-2026/earnings-fy-2026-q3>

²⁹ <https://www.microsoft.com/en-us/investor/events/fy-2026/earnings-fy-2026-q3>

³⁰ <https://newsletter.semianalysis.com/p/the-great-gpu-shortage-rental-capacity>

亏平衡。

图 7:FY23Q1-26Q3 Azure 收入及经营利润率趋势 (%)

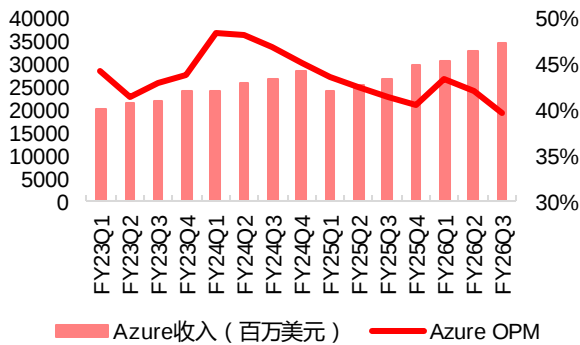
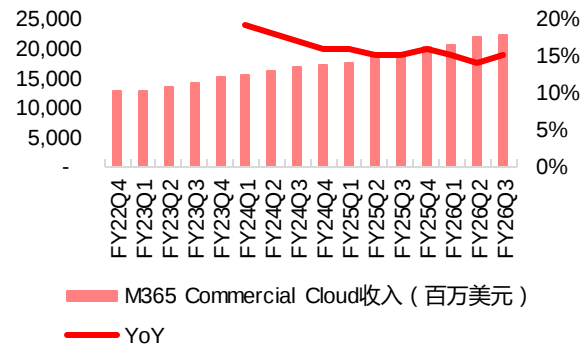


图 8:FY22Q4-Q6Q3 M365 Commercial Cloud 收入及增速 (%)



数据来源：公司公告，中信建投证券

数据来源：公司公告，中信建投证券

OpenAI-MSFT 协议存在重大更新：1) Microsoft 仍持有对 OpenAI IP (models & products) 的许可到 2032，但变为非独家；2) Microsoft 不再向 OpenAI 支付 revenue share；3) OpenAI 继续向 Microsoft 支付 revenue share 到 2030，与技术进展无关、同一比例、但有 cap；4) OpenAI 可以将产品服务到任何云；Azure 仍为 primary cloud partner、且通常 first ship on Azure，除非微软无法/不选择支持所需能力。

Copilot 方面，CY1Q26 净增席位约 5M³¹，Copilot Cowork 4 月才发布且仍在 preview、M365 续约集中在 FY 末（6-7 月）的季节性偏弱、以及大客户裁员潮直接拖累席位销售等因素可能带动后续季度席位增长加速。大多数评估 Copilot Cowork 的客户同时也在测试 Claude Cowork 并跑大量 POC。Copilot 的产品质量在多个维度仍落后于 Claude Code³²：输出质量明显较低（中间编排层 degrade output，PPT 生成仍依赖早期 Code Interpreter）；EU 默认禁用（Anthropic 后端未通过部分欧盟司法管辖区合规）；内存利用率未优化，企业客户容易撞 SharePoint 存储上限。

Azure 的护城河不在于 Copilot 产品质量（实际上在多个维度仍落后于 Claude Code），而在于三个层面：合规护城河（HIPAA/GDPR/ISO 全栈认证，金融/医疗/制药客户即便 Copilot 能力落后也继续选择）、Copilot Studio 隐藏增长曲线（ARR 从 2025 年 2 月~\$100M 到 2026 年 3 月\$2.0B，13 个月 20 倍）、以及 Foundry 多模型变现的 GPU 货币化效率（Anthropic 份额预计 6 个月内从<10%升至~25%）。

Meta AI 投入的回报路径单一，降本增效被硬件价格上涨抵消，EPS 路径不确定性较高

Meta 虽然也在加大 AI 投入，但商业化进展相对间接。Meta Q1 2026 营收同比增长 33%至 563.1 亿美元³³，主要由广告驱动。广告展示量增长 19%，平均广告单价提升 12%，两项指标同步加速是最清晰的广告健康信号，说明增长并非由单一定价或单一量的扩张驱动，而是体现了广泛的广告主需求。AI 工具（包括 Meta 的 Lattice 和 GEM 模型）将落地页广告转化率提升超过 6%，这是首个季度 AI 驱动广告表现以具体百分比量化呈现。

³¹<https://www.microsoft.com/en-us/investor/events/fy-2026/earnings-fy-2026-q3>,

<https://www.microsoft.com/en-us/investor/events/fy-2026/earnings-fy-2026-q2>

³² <https://pasqualepillitteri.it/en/news/3392/github-copilot-cursor-claude-code-ai-coding-showdown-2026>

³³ <https://investor.atmeta.com/investor-news/press-release-details/2026/Meta-Reports-First-Quarter-2026-Results/>

收入增长引擎中单价增速仍然稳健。ARPP 在 Q1 2026 攀升至 15.66 美元，较去年同期的 12.36 美元增长 27%，超出分析师预期的 15.26 美元。营业利润达 228.7 亿美元，净利润增至 267.7 亿美元，稀释后 EPS 为 10.44 美元。Family of Apps 贡献 559.1 亿美元营收和 269 亿美元营业利润。Reality Labs 营收 4.02 亿美元，但运营亏损达 40.3 亿美元。2Q26 营收指引为 580 亿至 610 亿美元。通过 WhatsApp 和 Messenger 的 Business AI 每周对话量增长至 1,000 万次³⁴，这是 Meta AI 营收化故事下一阶段的货币化信号。

图 9: Meta 2Q24-1Q26 DAP 及增速情况 (亿人, %)

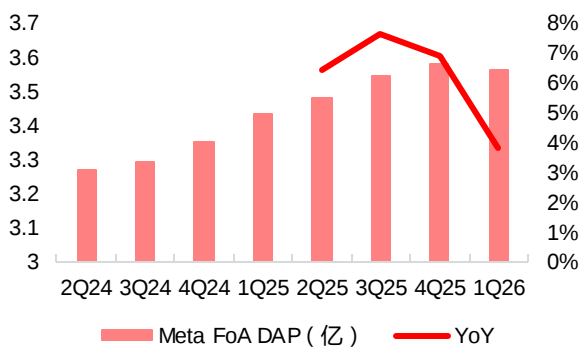
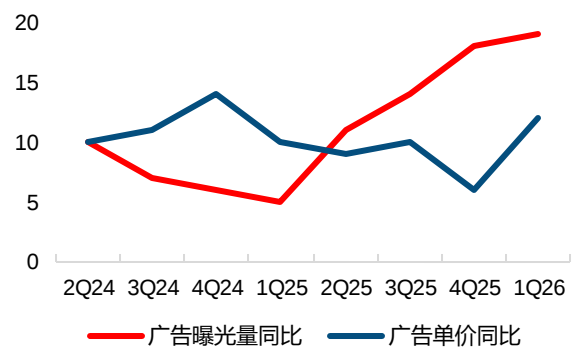


图 10: 2Q24-1Q26 Meta 广告量价驱动力拆分 (%)



数据来源：公司公告，中信建投证券

数据来源：公司公告，中信建投证券

用户数量增长边际放缓。DAP 在 2025 年 12 月达到 35.8 亿后，于 2026 年 3 月降至 35.6 亿，出现公司历史上首次季度环比下滑。Meta 将其归因于伊朗的网络中断和俄罗斯的 WhatsApp 限制³⁵。这意味着 Meta 的高速增长越来越依赖 ARPU 提升而非用户扩张。

此外，营收叙事仍然强劲，但 P&L 的另一面被市场低估。Capex 区间从 \$115-135B 上调至 \$125-145B，主要由内存涨价传导。更关键的是，新增 \$1,070 亿增量云租赁承诺³⁶。2Q 指引内嵌 +2% FX 顺风，按固定汇率实际隐含 +26% YoY，略低于市场预期。此前对裁员节流的 EPS 贡献已基本被 Capex/租赁承诺的折旧与利息压力抵消。

与 CSP 相比，Meta AI 提升广告变现效率的叙事相对更脆弱。Capex 上调由更高的零部件价格和额外数据中心成本驱动，2026 年中值 1,350 亿美元几乎是 2025 年的两倍；DAP 季度环比首次下滑是否演变为趋势；Reality Labs 持续每季度 40 亿美元级亏损对长期 FCF 的侵蚀；FY27 EPS 路径受 Capex 折旧+云租赁承诺双重压制。

Datadog 客户迁移风险缓解，新产品仍处于早期阶段

Datadog 2H26 增长悬崖叙事被彻底证伪。CYQ1 2026 营收同比增长 32% 至 10.06 亿美元，Non-GAAP 营业利润 2.23 亿美元，营业利润率 22%，Non-GAAP 摊薄 EPS 为 0.60 美元。营业现金流 3.35 亿美元，自由现金流 2.891 亿美元，现金及有价证券合计 48 亿美元。营收超出预期约 4%；EPS 0.60 美元显著超过预期 0.51 美元，超预期幅度 17.65%³⁷。

³⁴ https://s21.q4cdn.com/399680738/files/doc_financials/2026/q1/META-Q1-2026-Earnings-Call-Transcript.pdf

³⁵ <https://investor.atmeta.com/investor-news/press-release-details/2026/Meta-Reports-First-Quarter-2026-Results/>

³⁶ <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000162828026028526/meta-20260331.htm>

³⁷ <https://www.stocktitan.net/sec-filings/DDOG/8-k-datadog-inc-reports-material-event-bf8ad8029b97.html>

图 11:DDOG CY2Q22-1Q26 的收入及同比情况 (%)

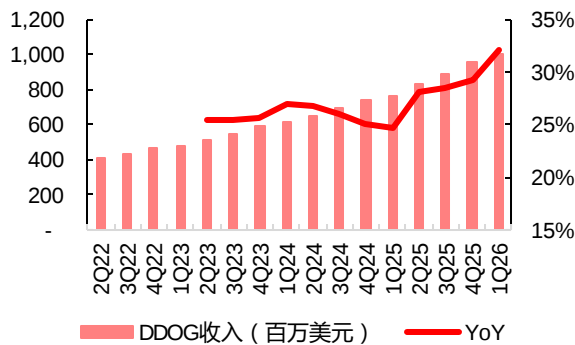
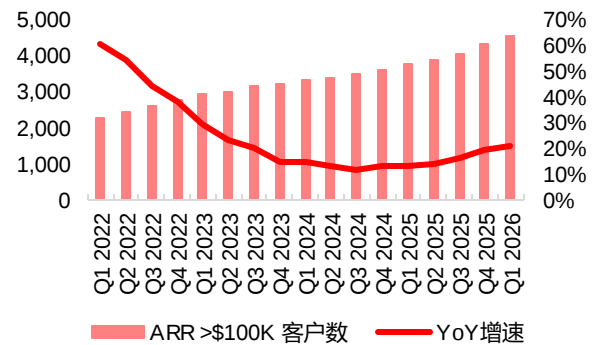


图 12:DDOG CY2Q22-1Q26 ARR 大于 10 万美元的客户趋势



数据来源：公司公告，中信建投

数据来源：公司公告，中信建投证券

Q1 末约有 4,550 家客户产生至少 10 万美元 ARR，同比增长 21%（去年同期 3,770 家）；这批大客户贡献约 90% 的总 ARR；ARR 在本季度突破 40 亿美元。在 26 款产品中，5 款 ARR 超过 1 亿美元，另有 3 款在 5,000 万至 1 亿美元区间。公司上调全年 2026 年营收指引至 43 亿至 43.4 亿美元（+26-27% YoY），较此前区间 40.6 亿至 41 亿美元大幅提升。2Q26 营收指引+30% YoY，高于卖方预期 6-7pp，按典型 4-5pp beat 节奏推算，2Q 实际增速可达~+35%，为 2022 年以来最高。

本季度最重要信号是 OpenAI 迁移时间表大幅延后。此前市场担忧最大客户 OpenAI 在将可观测性工具内部化，可能从 2026 年营收中削减 1.5 亿美元或更多；管理层对于“对最大客户应用更高保守程度”的持续表述使该争议依然存在。Datadog 10-Q 明确披露³⁸：AI-native 客户群（包含最大客户）在截至 2026 年 3 月 31 日的季度中同比收入增长为高个位数百分比，这一措辞本身意味着该客户仍在贡献收入，但并未给出具体迁出时点。过去 2 个季度投资者对 DDOG 最大的担忧，OpenAI 迁移悬崖在 1Q26 被实质性化解。这也是 DDOG 财报后股价涨幅的真正驱动力，而非仅仅是“营收破 10 亿的里程碑”。

Datadog 本季度总营收+32% YoY（QoQ 加速 3pp）的增长来自两个独立的引擎：核心非 AI 客户群+mid-20% YoY（4Q25+23%，3Q25+19%），连续 3 季度加速，证明 AI 时代企业整体可观测性预算在扩张。AI-native 客户群（含最大客户）同比收入增长为高个位数百分比，主要由 Anthropic 自 1 月以来 ARR 加速驱动。22 个 ARR > \$1M 的 AI-native 客户（4Q25 为 19 个），其中 5 个 ARR > \$10M。最具说服力的一点：两家超大规模厂商采用 DDOG 用于 AI 训练，替代了它们的内部解决方案，这是 DDOG 技术护城河的最有力反证，直接反驳“AWS CloudWatch/Azure Monitor 替代风险”的空头论点。

Datadog 本季度发布了 GPU Monitoring、MCP Server 和 Bits AI Security Agent³⁹，每款产品都将 Datadog 定位在企业正在构建的 AI 基础设施栈的核心位置。2Q OPM 同比扩张 4pp（除去 DASH 一次性支出），全年 Adj OPM 上调 1pp——利润率扩张同步加速。

总体而言，OpenAI 迁移悬崖从 2Q26 推迟到 4Q26 + Anthropic 接棒 + 双引擎结构 + 两家超大规模厂商 AI 训练采用 = 2H26/FY27 加速路径具备多重独立验证。AI 工作负载越复杂，可观测性需求越刚性，Datadog 处于“任何 AI 应用规模化都受益”的理想位置。大幅缓解了此前市场对于云厂商原生监控产品的替代压力；当前估值已充分体现了增速预期；Bits AI 短期 ROI 尚不打正。

³⁸ <https://insights.woozleresearch.com/datadogs-billion-dollar-quarter-structural-ai-demand-or-cloud-migration-catch-up/>

³⁹ <https://investors.datadoghq.com/news-releases/news-release-details/datadog-announces-first-quarter-2026-financial-results>

Snowflake Cortex Code 增速历史最快，全年收入指引上修反映强劲需求趋势

Snowflake 受益于 Cortex Code 史上最快增长产品。Snowflake FY2027 Q1(截至 2026-04-30)产品营收\$13.343 亿，同比+34%，管理层称较一致预期约高 5.3% (FactSet 口径)。公司将 FY2027 产品营收指引从\$56.6 亿 (同比+27%) 上调至\$58.4 亿 (同比+31%)，并给出 FY2027 Q2 产品营收指引\$14.15-\$14.20 亿 (同比+30%)。NRR 提升至 126%。FY2027 Q2 non-GAAP operating margin 指引为 12.5%，同时将 FY2027 全年 non-GAAP operating margin 指引从 12.5%上调至 13.5%。剔除 Observe 收购后当季 organic hiring 仅 17 人；Observe 对 FY27 Q1 产品营收增速贡献<1 个百分点，全年预计贡献约 1 个百分点。⁴⁰

AI 产品层面，管理层披露 Snowflake Intelligence 使用账户环比超过翻倍，Cortex Code 已在 7,100+ 账户使用，并称其与 Snowflake Intelligence 是公司历史上采用速度最快的新产品。CFO 指出 AI 产品毛利率低于核心平台，但公司通过（例如）更低带宽成本（提到 AWS 合同）对冲，从而维持 FY2027 non-GAAP 产品毛利率 75% 的指引不变。除去 Observe 收购，本季仅净增 17 名员工，与上季度一致。新 CEO 主导的“以效率换增长”叙事被连续 4 个季度验证。

图 13: Snowflake CY2Q22-1Q26 收入及同比增长情况 (%)

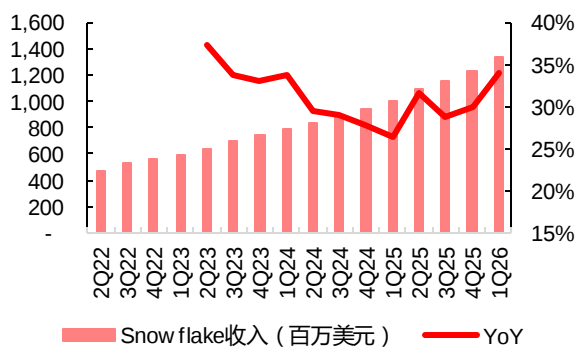
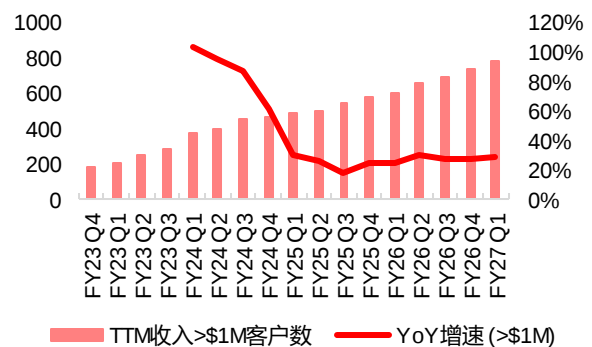


图 14: Snowflake FY23Q4-27Q1 年付费大于 100 万美元客户数量及增速



数据来源：公司公告，中信建投证券

数据来源：公司公告，中信建投证券

Cortex Code 成为 Snowflake 史上最快产品，以及本年财务指引上修的主要动力。Cortex Code 在 2 个月内达到 1% 营收占比，Snowpark 用了整整 1 年才达到同一里程碑。2Q26 营收占比预计达 2-3%。CoCo 部署账户数已超过 7,100 个⁴¹。Snowflake Intelligence 使用账户 QoQ 翻倍以上。“反共识”经济学：Cortex Code 定价比 Claude Code 高 40%，这意味着 GM 不是市场担忧的 20%（套壳产品），而是接近 60%（接近 SaaS 平均水平）。全年产品 GM 维持 75% 持平（通过 AWS 合同的更低带宽成本对冲 Cortex Code 较低 GM）。更关键的二阶效应是：Cortex Code 用得越多，触发的核心数据平台消耗越多（pipeline、agent、动态表、迁移），形成“AI 复利 SNOW 的数据优势”的正循环。

Cortex Code 是 1Q26 软件板块唯一一个 2 个月内 0→1% 营收占比的新产品，且具备价格、毛利率、二阶消耗效应的三重护城河。FY26 从 +27% 上调至 +31% 的指引是管理层对加速增长最直接的承诺。尽管 Cortex Code 的 GPM 仍低于 Snowflake 平均水平，且 Observe 收购整合仍在早期，但产品收入高增长至少压制短期悲观叙事。

⁴⁰ <https://www.fool.com/earnings/call-transcripts/2026/05/27/snowflake-snow-q1-2027-earnings-transcript/>

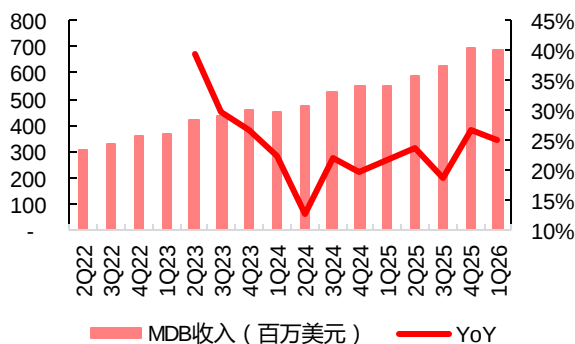
⁴¹ <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1640147/000164014726000027/fy2027q1earnings.htm>

其他软件：MDB、ESTC 尚处于转型阶段，收入增速尚未明显改善

MongoDB Q1 FY2027, Atlas 加速, RPO 创记录。Q1 FY2027 总营收 6.876 亿美元 (YoY +25%)。Atlas 相关收入为 5.125 亿美元 (YoY +29.4%)，同比增加约 1.17 亿美元, Atlas 占比约 74.5% (可写约 75%)。Non-GAAP EPS 为 1.32 美元 (去年同期 1.00 美元)，Non-GAAP 营业利润率 18% (+2ppt)。经营现金流 2.016 亿美元 (去年同期 1.099 亿美元)。RPO 为 14.586 亿美元 (YoY +88%)，cRPO 为 7.663 亿美元 (YoY +69%)。EPS 方面，实际 1.32 美元高于一致预期 1.18 美元，超预期约 11.9%⁴²。业绩积极一面主要是 Atlas +29.4% 增速反映 AI 应用对向量存储/文档模型的结构需求，RPO +88% 提供 2-3 个季度的收入能见度。但 GAAP 层面仍亏损，股权激励支出较高，总体而言，没有看到收入大幅提升之前投资者预计仍然维持谨慎态度。

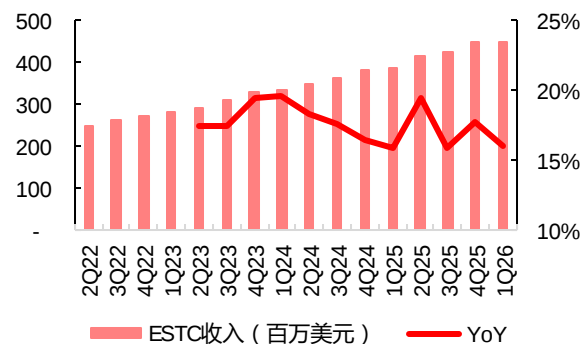
Elastic Q4 FY2026, cRPO 加速是关键信号。Q4 FY2026 总营收 4.51 亿美元，同比增长 16%。cRPO 12.03 亿美元，同比增长 20%。总 RPO 19.82 亿美元，同比增长 28%。Sales-led 订阅营收同比增长 19%，高于总营收增速。FY2027“前低后高”轨迹 (Q1 最低、Q4 最高，逐季加速)：电话会明确讲了这一点；并给出 FY2027 Q1 营收指引 \$469-\$470M, YoY 13.1%。中期 FY2029 Non-GAAP 营业利润率目标上调至约 25%⁴³。CEO 明确表示客户在做出“更大规模、更长周期”的承诺，因为 Elastic 正成为其 AI 基础设施的核心组成部分。cRPO +20% 叠加 RPO +28%，反映了客户战略依赖度的实质性提升。多头认为“前低后高”轨迹为全年估值提供向上修正路径。空头指出 Q1 指引+13% 低于市场预期，且 AWS OpenSearch 的竞争压力是长期存在的结构性不确定因素。

图 15: MongoDB CY2Q22-1Q26 收入及同比增长情况 (%)



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 16: Elastic CY2Q22-1Q26 收入及同比增长情况 (%)



数据来源：公司公告，中信建投证券

网安软件：Mythos 影响有限，CrowdStrike 持续交叉销售新产品，Palo Alto Network 面临整合执行风险

CrowdStrike FY2026Q4, 从“逆境重建”到“史上最佳年份”。理解 CrowdStrike FY2026 必须回到 2024 年 7 月的“蓝屏死机”(BSOD)事件。FY2026 的核心叙事是公司用了多快的速度从最严重的客户信任危机中完成修复。Q4 FY2026 总营收 13.1 亿美元，同比增长 23%。ARR 同比增长 24% 至 52.5 亿美元。Q4 净新增 ARR 创纪录达 3.307 亿美元。Falcon Flex 账户 ARR 超过 16.9 亿美元，同比增长超过 120%。GAAP 订阅毛利率 79% (去年同期 77%)，Non-GAAP 订阅毛利率 81%⁴⁴。

⁴² <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1441816/000162828026038798/mdb-043026xex991xrelease.htm>

⁴³ <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1707753/000170775326000008/a26q4erex991.htm>

⁴⁴ <https://ir.crowdstrike.com/news-releases/news-release-details/crowdstrike-reports-fourth-quarter-and-fiscal-year-2026/>

Q4 净新增 ARR 3.307 亿美元创历史记录，ARR 在 BSOD 事故后仍维持 20%+ 增速，这是最有力的证据表明客户的留存和新增客户的信任。公司 Q1 FY2027 营收指引约 13.6 亿美元（同比增速约 23.5%），Non-GAAP EPS 指引约 1.06–1.07 美元（同比增长约 46.6%）。管理层设定 FY2036 年 ARR 达到 200 亿美元的长期目标。多头认为 Falcon Flex 的平台化逻辑使客户 ARR 具有持续内生扩张动力。空头关注 Q1 FY2027 净新增 ARR 能否超过 2.25 亿美元这一关键验证门槛，以及 Charlotte AI 等新产品是否开始贡献可量化 ARR 增量。

Palo Alto Networks Q3 FY2026 是收购整合的考验季。FY2026 是 PANW 历史上并购密度最高的一年，Chronosphere⁴⁵（云原生可观测性）和 CyberArk（约 250 亿美元，网络安全史上最大规模并购之一）相继完成。Q3 FY2026 营收指引约 29.41 亿–29.45 亿美元（同比增速约 28–29%）。NGS ARR 指引 79.4 亿–79.6 亿美元（含 M&A 贡献 14.7 亿美元）。RPO 指引 178.5 亿–179.5 亿美元（含 M&A 贡献 16 亿美元）。全年 FCF 利润率目标约 37%⁴⁶。平台化的本质是说服客户将防火墙（Strata）、云安全（Prisma Cloud）、安全运营（Cortex XSIAM）三线捆绑采购，3 年内替换其他安全供应商。好处是 ARR 巨大且留存极高；风险是销售周期极长且客户需承担大规模安全架构迁移成本。

多头认为 NGS ARR +33% 叠加平台化净新增约 110 个交易，证明平台化战略正在规模化落地。空头担忧 Q2 EPS 前瞻偏软（主要来自收购费用），以及估值已定价平台化完全成功的情景。期权市场对 Q3 财报隐含约 8% 的波动幅度。评级维持“标配持仓”。

图 17: CY2Q22-1Q26 CRWD 收入及同比增长情况 (%)

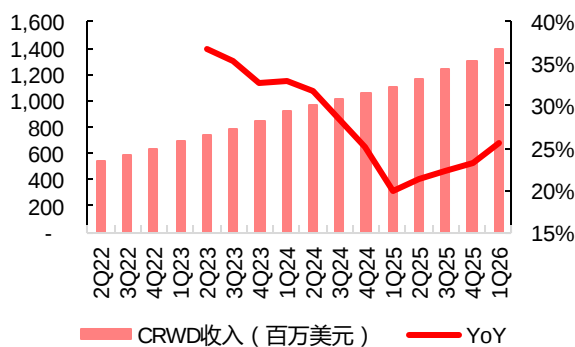
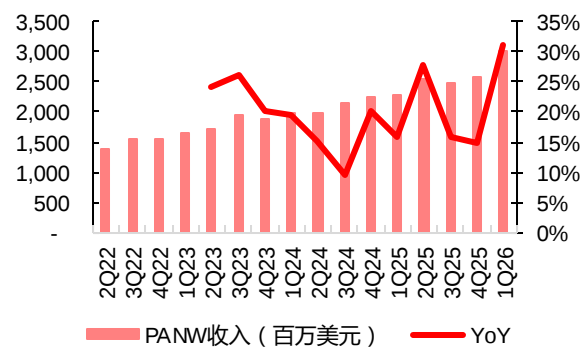


图 18: CY2Q22-1Q26 PANW 收入及同比增长情况 (%)



数据来源：公司公告，中信建投证券

数据来源：公司公告，中信建投证券

Zscaler Q3 FY2026，ARR 加速但 FY2027 减速指引引发估值重定价。Q3 FY2026 营收 8.505 亿美元，同比增长 25%。ARR 同比增长 25% 至 35.25 亿美元。Non-GAAP 营业利润率达历史最高 23%。经营现金流 1.98 亿美元，自由现金流 1.36 亿美元，同比增长 14%⁴⁷。本季度最重要的信号是 FY2027 减速：管理层指引显示 FY2027 ARR 和营收增速将减速至约 16–17%，从当前 25% 下降约 8–9 个百分点。减速的可能解释有三：Red Canary 并购贡献约 4 个百分点的 ARR 增速，FY2027 失去这部分并购增量；SASE 市场从早期采用进入主流竞争阶段，竞争对手（PANW、Cisco、Netskope）增多；AI Security ARR 虽预计在 FY2026 超过 5 亿美元，但仍仅占整体 ARR 的约 14%，规模尚不足以抵消核心 SASE 增速放缓。总体而言，分歧主要在于减速是结构性的（SASE 市场成熟化）还是周期性的（大客户采购周期延迟）？前者影响长期估值重构，后者只是短期扰动。

45

<https://www.paloaltonetworks.com/company/press/2025/palo-alto-networks-to-acquire-chronosphere--next-gen-observability-leader-for-the-ai-era>

⁴⁶ <https://investors.paloaltonetworks.com/static-files/16d1b661-d762-4918-b2c6-e3ed8bef4e32>

⁴⁷ <https://ir.zscaler.com/news-releases/news-release-details/zscaler-announces-strong-third-quarter-fiscal-2026-results>

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

投资评价和建议

综合产业基本面与估值定价，当前海外科技板块呈现**高景气基本面、估值也偏高**的阶段，整体维持择优增持、逢低布局的核心策略。结合本轮 AI 资本开支可明确拆分刚需增量与通胀被动成本、云厂商盈利拐点确立、AI 应用层加速兑现的产业逻辑，市场短期波动更多源于 Capex 高增的情绪分歧，而非基本面走弱。建议规避业务竞争可能被 AI 模型直接冲击的终端标准化软件，重点锚定 **Google Cloud、AWS 为代表的全栈云算力龙头**，以及 **Datadog、Snowflake 等业绩高增、估值合理的 AI 基础设施 SaaS 标的**，把握 2Q26 AWS 增速修复、AI 软件产品持续放量带来的估值修复与业绩双击行情，同时持续跟踪硬件通胀成本、巨头资本开支节奏及行业竞争格局变化带来的波动风险。

风险分析

宏观层面：需高度警惕“通胀型 Capex”对科技巨头利润率的反噬风险。随着台积电产能满载及新建晶圆厂成本攀升，内存等核心零部件的长期协议（LTA）底价上移将被动推高硬件采购成本，压缩 AI 基础设施的实际投资回报率。此外，若全球宏观经济波动导致企业 IT 预算收紧或广告主削减开支，将直接冲击云厂商的增量需求与 Meta 等平台的广告变现逻辑，使当前基于高增长预期的估值面临重估压力。

监管层面：核心不确定性在于全球 AI 合规审查趋严与大型并购的反垄断阻力。例如微软 Copilot 因后端模型未通过欧盟部分司法管辖区合规而被默认禁用，凸显了 AI 应用规模化落地面临的数据隐私与地缘监管壁垒。同时，Google 收购 Wiz、Palo Alto Networks 进行百亿级网安并购等巨型交易，极易触发各国反垄断机构的深度审查，若交易受阻或附加严苛限制条件，将严重拖累相关巨头的平台化战略与外延增长预期。

公司执行层面：风险主要集中在核心产品竞争力掉队与高频并购后的整合阵痛。微软 Copilot 在输出质量上仍落后于 Anthropic 等竞品，若迭代迟缓恐削弱其 AI 货币化效率；Meta 则面临活跃用户历史性下滑与 Reality Labs 持续亏损的双重考验，EPS 路径受折旧压制较为脆弱。此外，Snowflake、Palo Alto Networks 等 SaaS 及网安巨头在密集收购后，面临跨产品线融合与客户迁移的复杂挑战，若协同效应不及预期或遭遇云厂商原生产品的替代竞争，将直接拖累其利润率扩张与长期增长指引。

分析师介绍

于伯韬

海外研究首席分析师，FRM，香港大学金融学硕士，2020年加入中信建投海外研究团队，2018-2020年就职于长江证券研究所海外团队，2025/2024/2021/2020年新财富港股及海外方向第五名，2022年新浪金麒麟港股及海外市场最佳分析师第三名，2020年新浪金麒麟港股及海外市场新锐分析师第一名。

许悦

海外研究员，南洋理工大学硕士，专注于港股互联网及美股软件研究，2022年加入中信建投海外前瞻组，2023年新浪金麒麟港股及海外市场菁英分析师第二名，2023-24第十七届、十八届水晶球最佳分析师海外行业入围，2024-25年新财富海外市场研究团队第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk