

高盛闭门会-深度解读 meta 亚马逊财报，增长加速和 ROI 清晰让市场情绪改善，下周关注 spacexxai 表现 20260802

云巨头 AI 资本支出回报框架与 Meta 核心业务压力分析

摘要

- AWS 受益于积压订单转化及 AI 与非 AI 负载双重驱动，增长加速且非 AI 业务利润率稳健，正向“X 法则”型公司演进。
- 市场对 2027 年 1.1-1.5 万亿美元 AI 资本支出的回报仍有疑虑，但对开源模型及代币定价通缩的担忧已趋于稳定。
- 资本支出指引存在分歧：亚马逊 3,250 亿与 Alphabet 3,500 亿的指引被半导体专家认为过低，但已导致 FCF 出现缺口。
- 基础设施融资模式转向多元化，PE 等金融赞助商可能通过资产抵押参与建设，自有与租赁算力比例动态调整。
- Meta 核心广告营收略逊预期且 Q3 指引待解，大规模 AI 投资掩盖了营业利润表现，短期估值承压。
- Meta 算力资源仍受限，倾向于内部使用而非外部交易，估值修复需依赖更清晰的非核心业务 ROI 回报路径。
- 云服务商共识从单一模型转向多模态、多模型获取智能，租赁算力对云利润率的影响成为 Alphabet 等公司的关注点。

Q&A

鉴于 AWS 实现了 18 个季度以来最大幅度的增长加速，并且管理层在资本支出和技术投入的投资回报率框架上与微软保持一致，市场对此反应积极。能否详细阐述其中最重要的方面，包括最终的数据表现、未来的利润率展望，以及关于 Bedrock 的最新情况？

市场对于 AWS 持续加速增长的信心较高，这主要得益于未来几个季度的积压订单转化动态，以及 AI 与非 AI 工作负载带来的双重利好。其中，非 AI 业务健康利润率表现尚未得到充分关注。增长加速与利润率稳定或上升的组合超大规模企业通过该框架成为“X 法则”型公司的产出获得越来越多投资



可。另一个关键点是关于投资资本回报率的框架。市场逐渐形成共识，即投资资本回报率框架与前期资本支出之间存在明确关联。尽管对于 2027 年 AI 经济的具体形态以及届时 1.1 至 1.5 万亿美元资本支出的回报情况仍存疑虑，但此前几周市场对中国开源模型、通缩性代币定价及 AI 算力整体竞争格局分散的担忧已有所平息，市场信心区间趋于稳定。然而，仍有待解问题。首先，对于 2027 年资本支出的具体指引方式尚不明确，目前亚马逊的资本支出指引为 3,250 亿美元，Alphabet 为 3,500 亿美元，这些数字在半导体专家看来过低，而在综合分析师看来则已导致自由现金流出现缺口。其次，这些建设项目的资金来源及未来资本结构的优先组合仍是开放议题，解决方案可能不局限于传统的股权或债务，也可能是混合形式，例如金融赞助商或私募股权公司通过多种方式参与基础设施建设，并将相关资产作为抵押品。同时，自有运营与租赁（计算资源或设施）的比例也在动态变化。过去十天左右，超大规模企业普遍认为市场已出现结构性转变。尽管 Alphabet 也释放了类似信号，但讨论很快转向其 Gemini 模型的竞争定位以及租赁算力对云业务利润率的影响等特定问题。若剔除这些特殊因素，三家云服务提供商在过去十天内的表述相当一致。

市场关注的焦点已从模型本身转向如何获取智能。呈现出多模态、多模型的格局。在此背景下，关于 Meta，市场存在大量不满情绪，尤其是在外部算力合作方面缺乏进展，且产品路线图不够清晰。应如何构建当前至 Meta Connect 大会前的策略框架？

Meta 的估值提升最终将由更线性的叙事和更清晰的回报路径来推动，特别是在非核心业务的资本回报率方面。从核心业务来看，广告营收略低于部分预期，且第三季度的业绩指引需要进一步解释。根据历史经验，当核心业务未达超预期水平时，短期内会对股价和估值构成压力。尽管如此，公司当前的增长速度远高于六到八个季度前设定的 2026 年目标增速，这表明其在算力应用、系统扩展、新产品推出以及为广告主创造价值方面正取得回报，最直观的体现就是绝对增长率。然而，营收转化带来的营业利润在一定程度上被 AI 领域的大量投资所掩盖，这些投资同时涉及核心与非核心业务。由于缺乏独立的超大规模业务，与投资者的沟通也变得更为复杂。在财报发布前后，公司有大量新闻动态，但投资者未能将这些信息整合为清晰连贯的叙事。虽然公司可以达成外部算力交易，但其更倾向于内部使用算力，这表明公司仍面临算力限制。