

美股科技巨头26Q2财报总结： 云业务收入、利润率积极，高资本开支下现金流承压

行业研究 · 行业专题
互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：刘子谭

liuzitan@guosen.com.cn

S0980525060001

证券分析师：张昊晨

zhanghaochen1@guosen.com.cn

S0980525010001

摘要



- 全球科技巨头CSP云服务业务收入端延续加速增长态势，行业整体营收扩张势头强劲。
- ① 谷歌云：收入248亿美元、加速至同比+82%，OPM达到35.6%，在手订单RP0达5140 亿美元（+376%），TPU收入预计2027年放量。
- ② 亚马逊云：收入422亿美元、同比+37%，创18个季度最快增速，OPM升至39.4%、该数值已达美国头部软件公司水位（如微软、甲骨文、Adobe 等壁垒型龙头OPM≥36%）。在手订单达RP0达4960亿美元（同比+154%），公司表示当前服务器和网络设备的回本周期不到3年。
- ③ 微软云：智能云收入为393亿美元、同比+32%，其中Azure同比+43%，指引下季度Azure+45%、FY27持续加速，OPM 36%。在手订单RP0达6780亿美元，同比大幅+84%，加权平均履约周期2.3年，30%合约12个月内确认收入。
- 现金流层面，除微软保持正向现金流外，META接近0、其余主流科技巨头现金流已转负，行业整体现金回流能力有所弱化。短期需密切观察开源模型对闭源SOTA模型的收入结构影响，当前根据我们测算，Anthropic和OpenAI贡献三家CSP云收入约10-15%。后续若开源模型持续迭代，一方面可能倒逼海外SOTA模型降价，扰动两家头部模型厂商的算力需求。另一方面开源模型能有效降低企业智能化改造的技术门槛与落地成本，或有助于企业智能渗透率提升，但落地节奏与场景需求要紧密观察。
- 年内科技巨头资本开支基本维持高企的资本开支节奏，无大规模收缩、增加情况，或制约上游产业链涨价空间。具体来看：
 - ① 亚马逊：上调全年资本开支预期，从此前的2000亿上调至2200亿美元；
 - ② 微软：资本开支预期从1900亿调整为1750亿美元，但实际资本支出规模并未变动，数值调整主要受会计核算规则因素影响；
 - ③ 谷歌：上调资本开支区间，由1800-1900亿提升至1950-2050亿美元，同时官方明确表态，2027年公司资本开支将实现大幅增长；
 - ④ Meta：资本开支区间小幅微调，由1250-1450亿调整为1300-1450亿美元，整体开支规模基本持平。

摘要



- 巨头传统主业的AI投资回报逐步减弱，内生盈利增量难以持续匹配持续扩张的资本投入规模，测算显示未来数年头部厂商年度资本开支仍有望维持约30%的增速，除自身经营性现金流25%增速之外（按照彭博一致性预期）、资本扩张部分依靠外部融资维持。以Meta广告业务为代表，其广告展示量（Impression）环比增长速度持续放缓，传统广告主业增长动能逐步减弱；谷歌本季度广告增长主要由广告展示量驱动，广告价格CPC已降速至3%增长。M365 Copilot仍然处在个位数付费渗透率、利润贡献更低。从行业整体投资维度来看，剔除云业务的科技巨头普遍面临投资回报率下滑难题。
- 预计2027年AI链条持续承压，AI赛道整体投资回报预期有所下修，上行收益空间有所收窄。展望2027年，行业将面临双重压力，一方面巨头资本开支基数持续走高，将对企业自身现金流形成持续消耗，同时也会占用债券市场大量容量，加剧市场资金压力；另一方面，头部模型巨头营收规模突破千亿美元级别后，高基数下增长难度大幅提升，叠加开源模型的强势竞争，行业增长红利逐步消退，业绩增长压力持续加大。
- 我们认为当前互联网行业已重新进入布局期，整个板块经历深度调整后，二级市场估值对业绩边际变化的敏感度有所下降，部分盈利仍处于增长的个股扣除账上现金后PE已低于10x。我们重点推荐美团、网易云音乐、阿里巴巴和腾讯控股。
- 风险提示：AI商业化落地不及预期、高额发债推升融资成本、芯片快速迭代引发大额资产减值风险



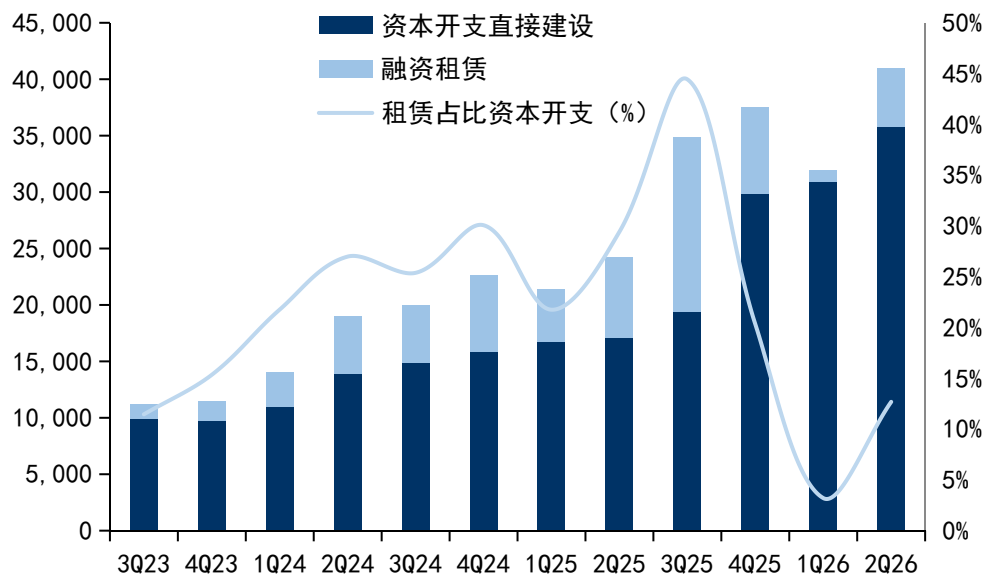
目录

- [01] 资本开支、融资租赁与现金流情况**
- [02] 云业务增速与拆分**
- [03] 谷歌、亚马逊、微软、META、英特尔详细业绩**
- [04] 风险提示**

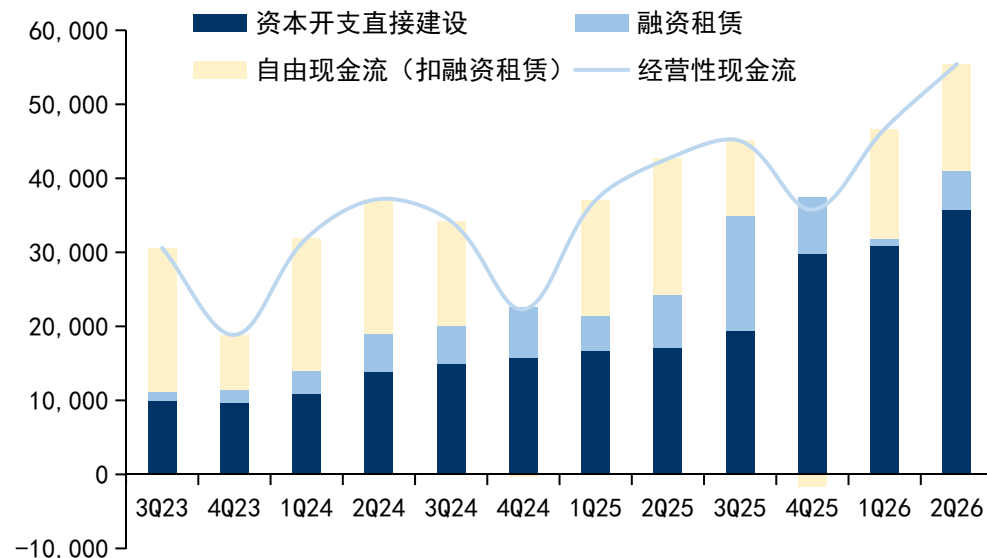
微软融资租赁与现金流情况

- 微软资本开支包含融资租赁：410 亿（FY26Q4 ）= 358亿现金设备采购（PP&E）+ 52亿数据中心融资租赁；（FY26资本开支共计1453亿美元，FY26：2025. 07. 01-2026. 06. 30）
- 调整数据中心、办公楼资产预估使用年限由 15 年延长至 25 年。大量原有数据中心融资租赁（计入资本开支）将重新分类为经营租赁（不计入资本开支），因此2026自然年资本开支1750相比上季度1900亿下调，**实物硬件投入规模不变**，仅账面统计变化。
- 微软账面自由现金流=经营现金流 - 现金资本开支/PPE，不扣融资租赁；**
- 公司指引FY27Q1资本开支>500 亿（同比>43%）、FY27 全年（2026. 07. 01-2027. 06. 30）资本开支同比增长（均为包含融资租赁），**指引FY27全年自由现金流仍将维持为正。**
- 计算：在FY27全年自由现金流为正前提下，若假设FY27年经营性现金流增长20%、则可达2200亿美金，则2027FY资本开支现金采购PPE上限为2200亿美元，假设融资租赁占比10%，则全年资本开支上限2450亿（同比68%）。**

图：资本开支与融资租赁变化情况（百万美元、%）



图：资本开支与现金流变化情况（百万美元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

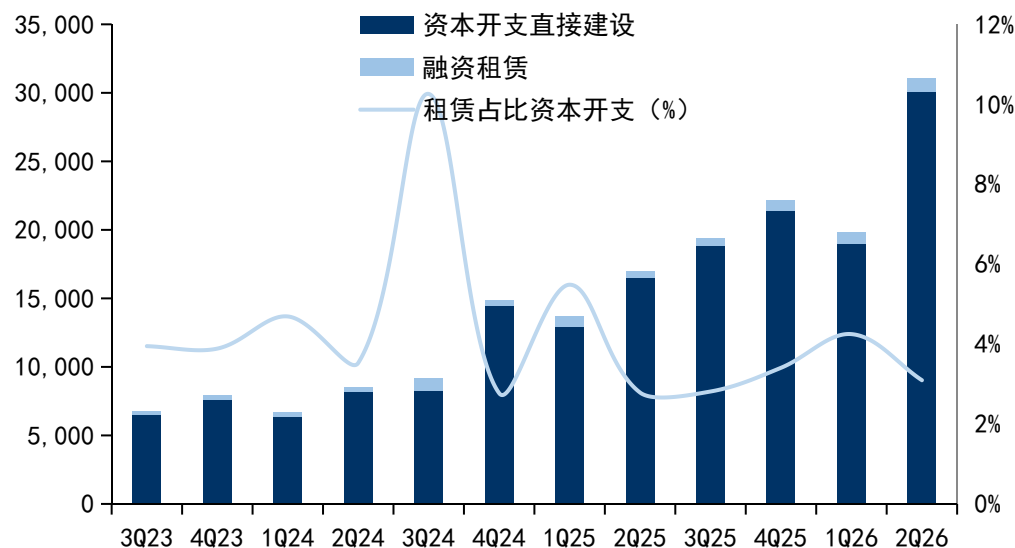
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

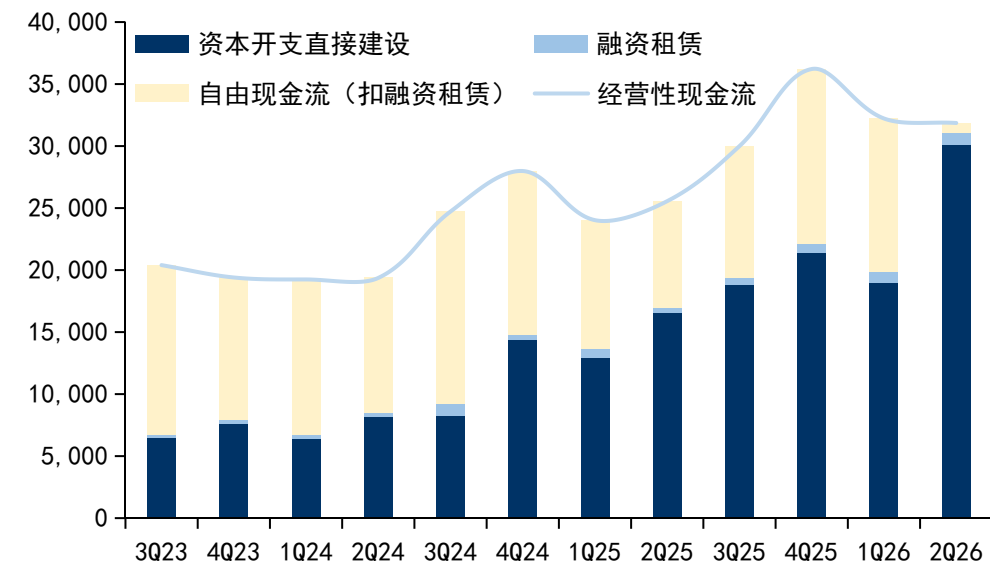
META融资租赁与现金流情况

- META资本支出26Q2 311亿美元（同比+83%）=301亿现金设备采购（PP&E）+ 9.6亿融资租赁；
- **META自由现金流=经营现金流- 现金资本开支/PPE-融资租赁（扣掉融资租赁）**，26Q2自由现金流仅7.84亿美元，同比大幅下滑；
- 2026全年资本开支指引至1300 - 1450亿美元（同比+68%-87%），持续加码AI基础设施建设；

图：资本开支与融资租赁变化情况（百万美元、%）



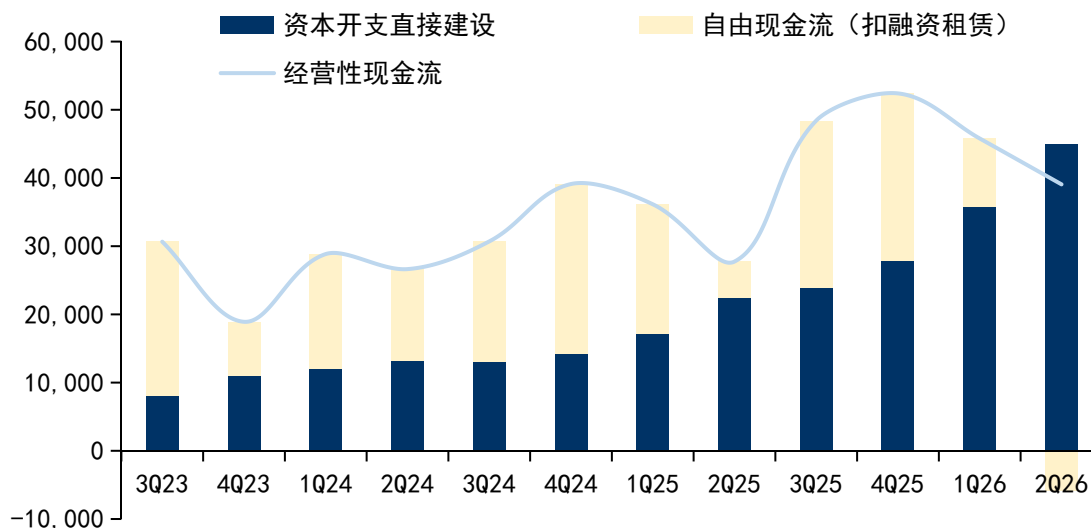
图：资本开支与现金流变化情况（百万美元、%）



谷歌、亚马逊融资租赁与现金流情况

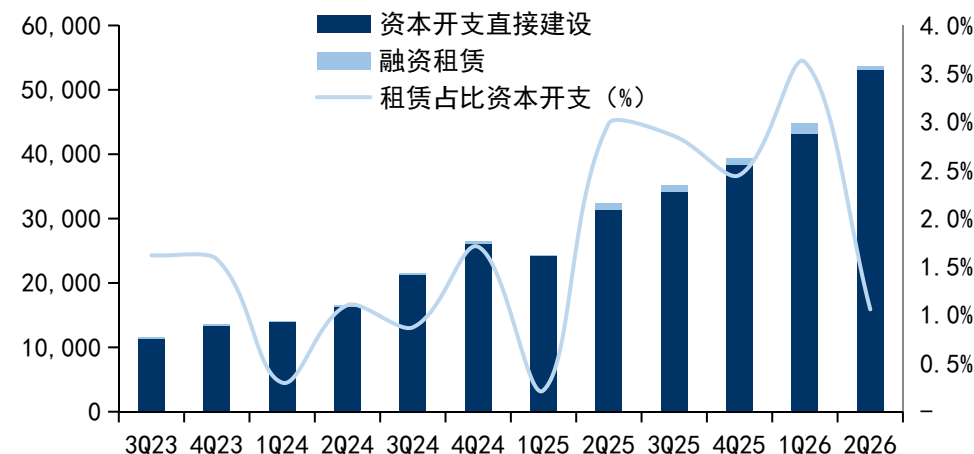
- 谷歌资本支出26Q2 449亿美元（同比+100%），**基本没有融资租赁，三季度开始租外部算力**；
- 谷歌自由现金流=经营现金流- 资本开支**，单季经营现金流390.7亿，但资本开支449亿导致**自由现金流-58.55亿**。
- 亚马逊资本支出26Q2 531亿美元（同比+69%），**融资租赁大约5.6亿**；
- 亚马逊自由现金流=经营现金流- 资本开支**，单季经营现金流454亿，但资本开支531亿导致**自由现金流-77亿**。

图：谷歌资本开支与融资租赁变化情况（百万美元、%）



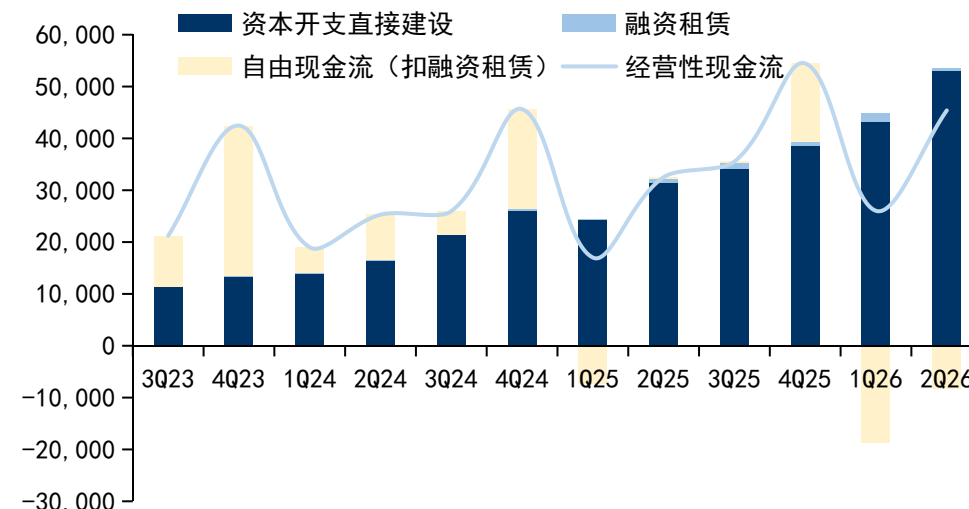
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：亚马逊资本开支与融资租赁变化情况（百万美元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：亚马逊资本开支与现金流变化情况（百万美元、%）

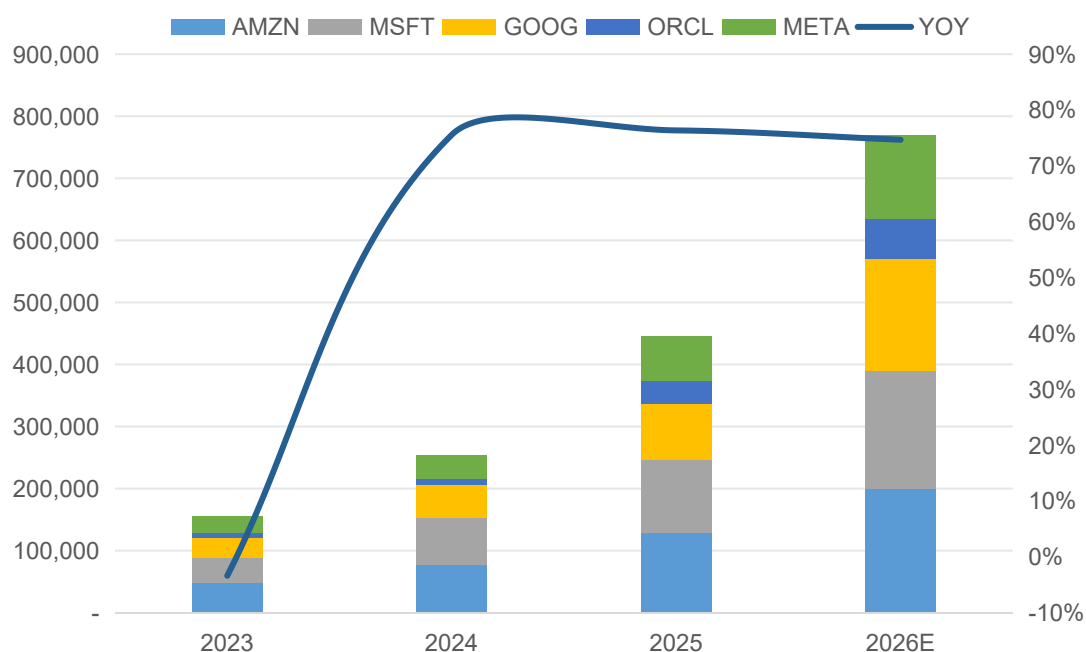


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

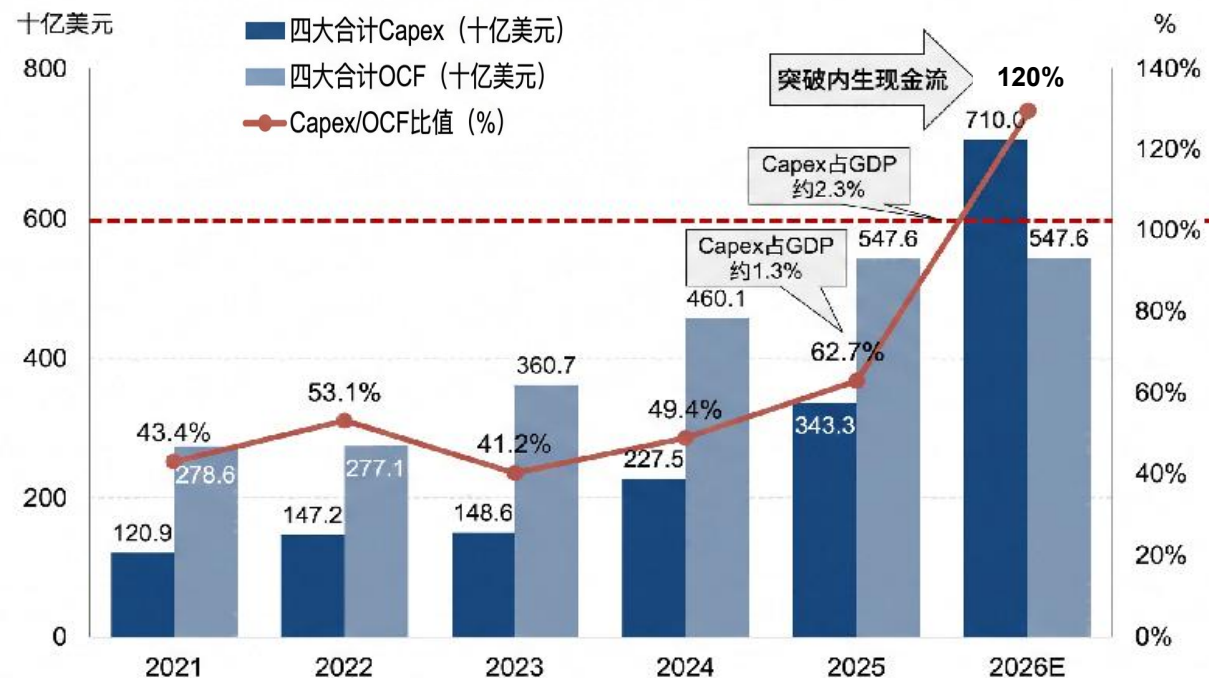
26Q2全球云巨头与META资本开支情况

- 2025年海外厂商各家全年Capex约4500亿美金，处于70%以上同比增长：
- 微软：1180亿美元(同比+56%)；亚马逊：1283亿美元(同比+78%)；谷歌：914亿美元(同比+74%)；Meta:722亿美元(同比+94%)；Oracle:355亿美元(同比+300%)；
- 2026年Q2业绩会各家指引资本开支超8000亿，对应四家公司2026年经营性现金流合计的120%：
- 微软：1750亿美元(上季度指引1900、同比+61%，并非下调、而是口径调整)；亚马逊：2200亿(同比+71%、因存储涨价，上季度指引2000亿美元)；谷歌：1950-2050亿美元(同比约+100%，上季度指引1800-1900亿)；Meta:1300-1450亿美元(同比约+90%，上季度1250-1450亿)；Oracle: 650亿美元(同比+90%)；

图：各互联网与云厂资本开支变化情况（百万美元、%）



图：海外互联网Capex/经营性现金流变化情况（%）



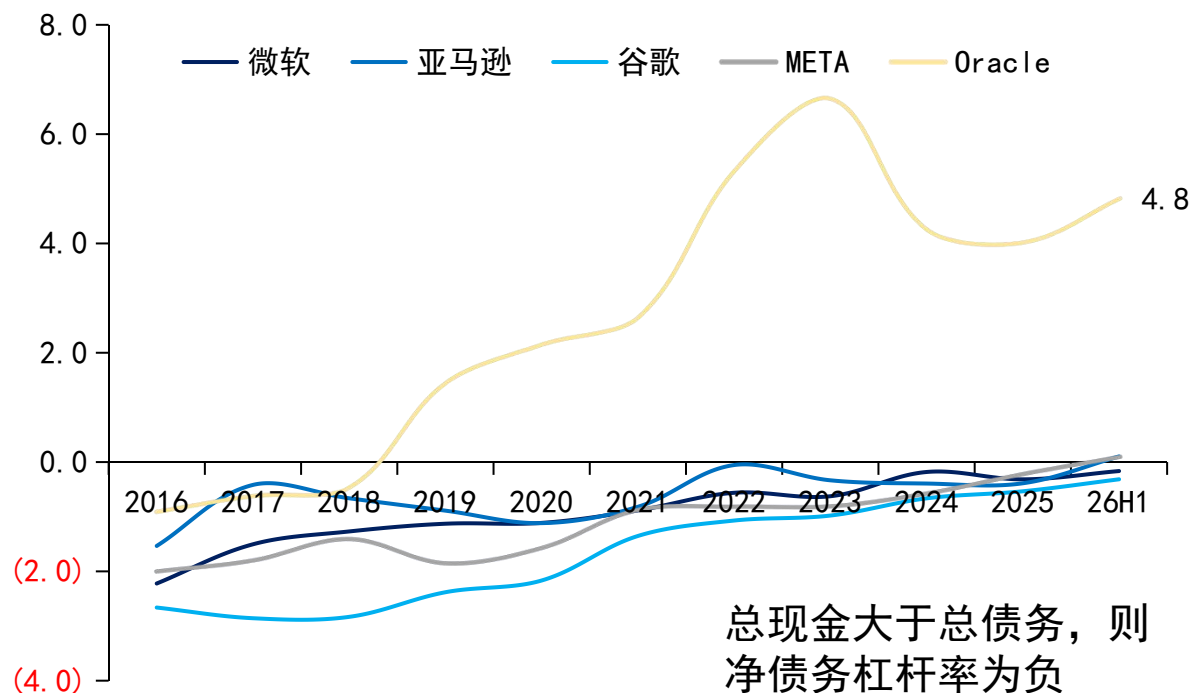
海外科技公司净债务杠杆率变化

- 公司层面“净债务/EBITDA”是反映现金流覆盖与信用承受度的核心指标。
- 当前五大Hyperscaler平均总债务/EBITDA约1.3x，26H1净杠杆约0.3x（不考虑Oracle约0附近），Oracle为个例，净杠杆约4.8x。
- 对标IG基准：北美IG整体中位净债务/EBITDA，A级：1.24x、BBB级：2.38x；投资级中位利息保障倍数(EBITA/当期利息支出)5.8x。

$$\text{净债务杠杆率} = \frac{\text{净债务}}{\text{EBITDA}}$$

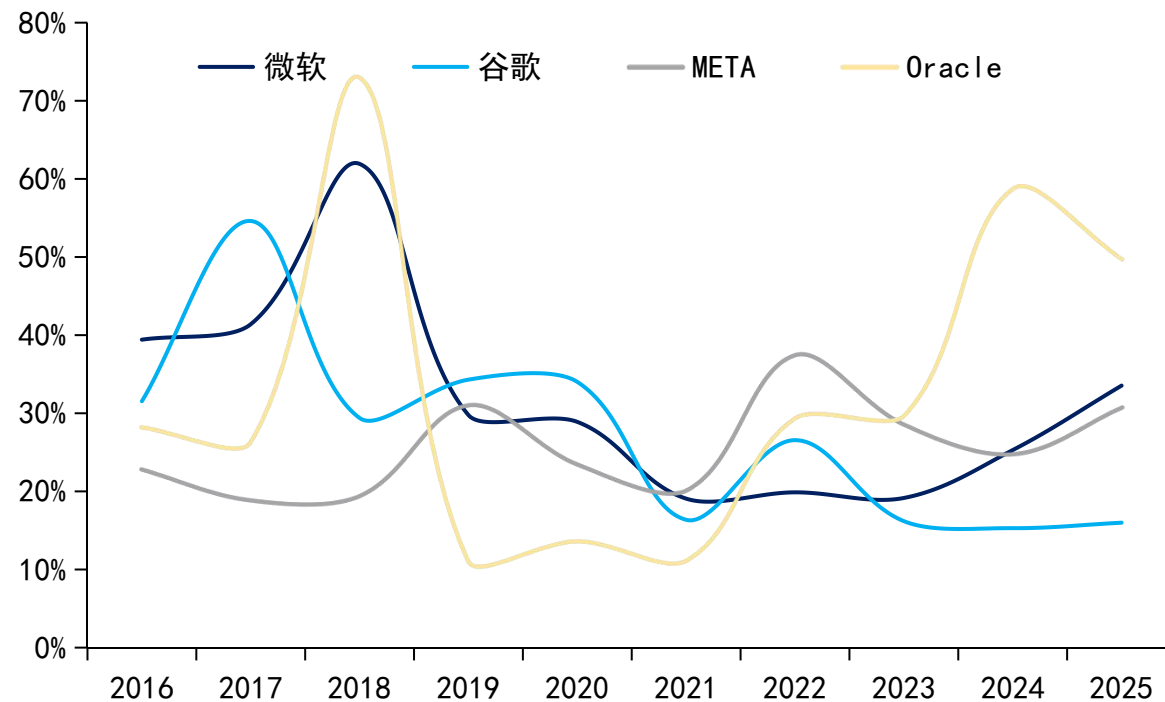
$$= \frac{(\text{短期债务} + \text{长期债务} - \text{总现金})}{(\text{营业利润} - \text{折旧摊销})}$$

图：海外互联网净债务杠杆率变化情况



资料来源：公司财报、彭博、国信证券经济研究所整理

图：海外互联网折旧摊销/净利润变化情况



资料来源：公司财报、彭博、国信证券经济研究所整理

在合理杠杆区间内，未来四年资本开支增速CAGR可达30%

- 以北美IG群体中位数作为安全限制，合理的净债务杠杆率A级约1.24x、BBB约2.38x（若高于该数值，外部融资成本会显著提升）：
 - 对以自有现金流为主的头部Hyperscaler想要处于AA/A评级，**净债务/EBITDA维持在1.2倍以内可兼顾AI高Capex与信用稳定**；
 - 对处于BBB级（如Oracle），净债务/EBITDA最好控制在约2-3倍，超过3倍需以更强的合约现金流与结构性融资对冲风险；
- **可加杠杆空间**：根据彭博2026年微软、谷歌、亚马逊、META约有6500亿美元经营性现金流，假设债务AA评级、即净杠杆不超1.2倍，若假设经营性现金流年化增速25%，**四年累计债务上限1.9万亿美元、即每年可以新增0.35x经营性现金流债务**。2030年经营性现金流到1.96亿美金，**每年资本开支可达经营性现金流的1.35x左右。未来四年资本开支增速CAGR约在30%，2030年总资本开支有望超2万亿。**
- **市场约束**：美元IG指数的单一发行人权重上限（约2.3%）意味着短期内面向公募美元债的容量约在4500亿美元量级，之后需转向非美元、项目融资与私募等渠道。

表：主要北美科技公司资产负债率情况

主体	S&P评级	26H1 净债/EBITDA	资产负债率/负债净资产率	Capex/OCF (2026)	备注
微软	AAA	-0.2x	43%	52.9%	2026年Capex约1900亿美元，AI容量全年+80%、两年翻倍；26Q1 Commercial 待履约订单/RPO 约6270亿美元。
谷歌	AA+	-0.3x	32%	55.5%	Capex/OCF逼近1，26Q1待履约订单/RPO 4620亿美元，Cloud backlog支撑收入可见性。
亚马逊	AA	0.1x	52%	94.5%	AWS 26Q1待履约订单/RPO 3640亿美元，AI年化收入大于150亿美元，保障“以量换现”。
Meta	AA-	0.1x	38%	60.8%	2026年Capex指引1250-1450亿美元；通过“老代际GPU推理商业化+新代际训练自用”的资产配置压缩闲置。
甲骨文	BBB	4.8x	66%	n/a	26Q1待履约订单/RPO 5530亿美元，其中约3000亿美金是与OpenAI的星际之门等合作，落地具备一定不确定性。引入外部CFO、组织与资本结构优化配合重资本周期。

资料来源：公司官网、彭博社、华尔街新闻，国信证券经济研究所整理测算（采用彭博一致性预期）

表：北美科技公司经营性现金流与债务对应

亿美元	经营性现金流	净债务杠杆率1.2倍对应债务	每年新增0.35x债务
2026	6,500	7,800	2,275
2027	8,125	9,750	2,844
2028	10,156	12,188	3,555
2029	12,695	15,234	4,443
2030	15,869	19,043	5,554
总计	53,346		18,671

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理测算（采用彭博一致性预期，假设经营性现金流年化增速20%，每年资本开支为经营性现金流的1.33x）

海内外Capex量级：现金流约束下厂商增加融资租赁与金融化操作



- 2020年四大全年发债仅400亿美元，2025年全年发行1210亿美元公司债，**2026年前5个月已发1590亿美元，根据华尔街日报预期全年预计2500 - 3000亿美元。**

表：主要北美科技公司发债情况（亿美元）

时间区间 / 节点	Amazon (AWS)	Microsoft (Azure)	Alphabet	Meta
26H2总债务（长债+短债）	1219	402	795	837
26H2总现金（现金+短期投资）	1067	670	1268	750
2025-2026 年 6月 累计发行总额	820 亿美元以上	约 420 亿美元	约815 亿美元	约550 亿美元
2025年Q4	单笔 150 亿美元多期限美元债（5-30 年期，票面利率 4.6%-4.9%）	两笔合计 145 亿美元，增设超长 30 年期品种	250 亿美元美元债	通过与 BlueOwl 合资 SPV 发行 270 亿美元债务（表外负债，Meta 仅持股 20%，债务不并入母公司报表）
2026年Q1	500 亿美元主力美元债，初始询价 370-420 亿，认购火爆上调发行规模	单笔 70 亿美元美元优先无抵押债	315 亿美元大额债券，内含 10 亿英镑 100 年期超长债（行业稀缺品种）	-
2026年Q2	140 亿加元等值 100 亿美元加元计价债券（加拿大史上最大企业债），同步发行欧元中长期债券	美元债 90 亿 + 欧元等值 20 亿，合计 110 亿美元	-	追加发行 250 亿美元中长期债券，配套数十亿美元私募信贷额度
整体发行特征	大额集中式发行，单笔百亿级融资为主，多币种布局（美元、加元、欧元）	季度小额常态化发债，单笔极少超 200 亿；久期以 10/20 年期为主；30 年期票面 4.2%-4.5%	大额单次发行，创新推出百年超长期限债券	采用母公司直发 + SPV 表外融资双模式，配套公开债券 + 私募信贷多元融资工具

资料来源：公司官网、彭博社、华尔街日报，国信证券经济研究所整理

海内外Capex量级：现金流约束下厂商增加融资租赁与金融化操作



- 海外科技巨头密集发债，认购热度边际回落、融资成本分化：
 - ① **Amazon**：发债成本由2025Q4的4.71%升至2026Q1的5.03%，同期认购倍数由5.33倍连续降至3.41倍和2倍。**亚马逊250亿美元债券发行后，已明确告知承销商2026 全年不再发行任何新增债券**
 - ② **Alphabet**：融资条件相对最优。2025Q4和2026Q1认购倍数分别为5.14倍和4.36倍，需求维持高位；2026Q1发债成本降至1.74%。
 - ③ **Meta**：融资成本维持高位。发债成本由2025Q4的5.83%小幅降至2026Q2的5.75%，认购倍数由4.17倍降至3.84倍。

表：主要北美科技公司发债情况

公司	发行类型	核验后规模	加权债务成本	认购倍数
Amazon	2025Q4美元债	150亿美元	YTM 4.709%	5.33倍
	2026Q1美元债	370亿美元	固定债YTM 5.035%	3.41倍
	2026Q1欧元债	145亿欧元	固定债票息 3.704%	约 1.92倍
	2026Q2加元债	140亿加元	YTM 4.344%	约 2.00倍
Alphabet	2025Q4美元债	175亿美元	固定债YTM 4.982%	5.14倍
	2025Q4欧元债	65亿欧元	加权票息 3.438%	未披露
	2026Q1美元债	200亿美元	YTM 4.862%	超过5倍
	2026Q1英镑债	55亿英镑	加权票息 5.313%	100年档 9.5倍
	2026Q1瑞郎债	30.55亿瑞郎	加权票息 1.059%	未披露
Meta	Hyperion项目债	273亿美元	发行收益率 6.58%	无公开订单簿
	2026Q2母公司债	250亿美元	YTM 5.746%	3.84倍

资料来源：公司官网、SEC、路透社，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容



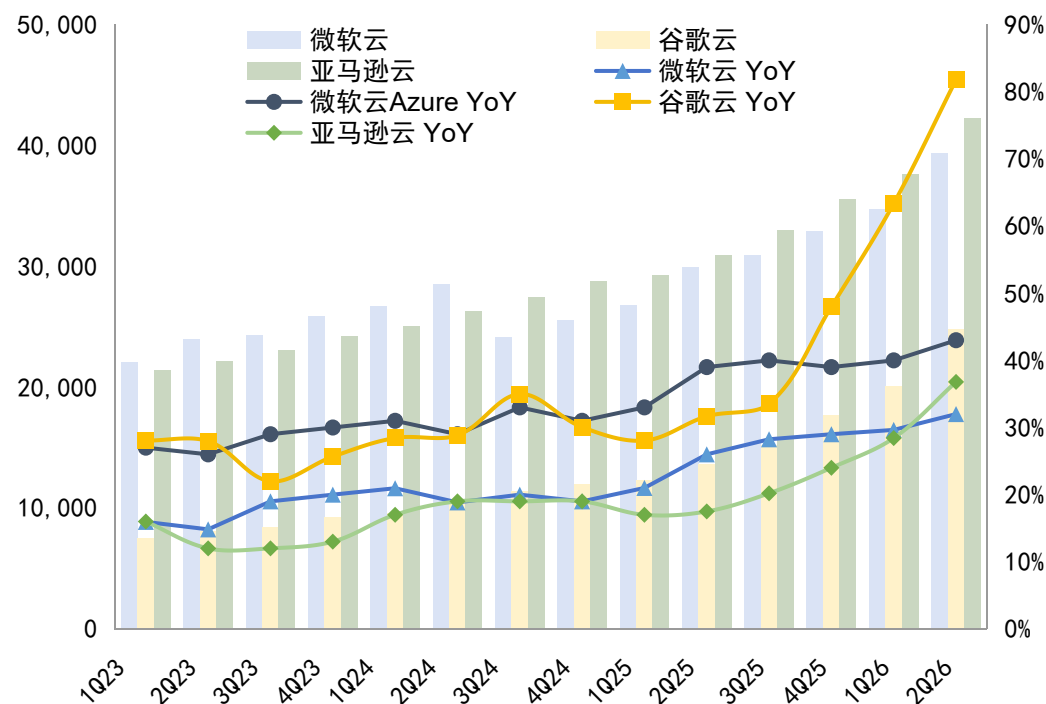
目录

- [01] 资本开支、融资租赁与现金流情况**
- [02] 云业务增速与拆分**
- [03] 谷歌、亚马逊、微软、META、英特尔详细业绩**
- [04] 风险提示**

26Q2云业务汇总：收入继续加速，利润率压力暂未显现

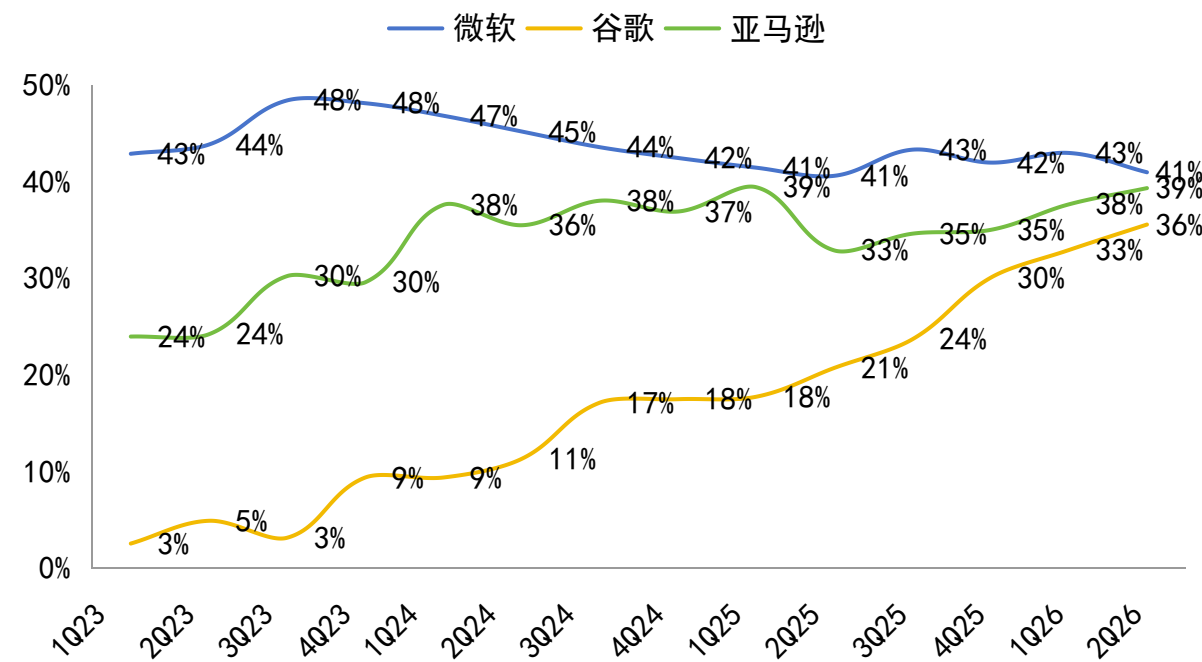
- **谷歌：**云收入加速至同比+82%，在手订单达5140亿美元，TPU收入预计2027年放量。26Q2谷歌云收入248亿美元（同比+82%），增速显著加速；单季运营利润达88亿美元，OPM达到35.6%。Google Cloud 在手订单积压（Backlog）达5140亿美元。TPU整机销售拓展私有云市场。
- **亚马逊：**AWS收入422亿美元，同比+37%，创18个季度最快增速，OPM升至39.4%；
- **微软：**智能云收入为393亿美元，同比+32%（+31%cc），其中Azure同比+43%，超业绩指引的40%。FY26 全年 Azure 总收入突破1000 亿美元，同比+41%。

图：美股科技三大云厂商云收入及同比变化（百万美元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：美股科技三大云厂商云业务OPM变化情况（%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

云巨头核心指标对比



表：云巨头核心指标对比

指标（亿美元）	亚马逊 AWS	微软智能云	微软 Azure	谷歌云（Google Cloud）
季度云收入	422亿美元	393亿美元	约 295 亿美元，占比云收入75%	248亿美元（同比+82%）
同比增速	37%	32%（+31% cc）	43%，指引Q3 45%、下半年加速	82%
AI收入体量	63亿美元	约100亿美元，占比微软智能云25%		94亿美元
同比增速	390%		约120%	466%
季度云运营利润	166亿美元	161亿美元	约 121亿美元	88亿美元
运营利润率（OPM）	39%（环比+1.7pcts、同比+6.5pcts）	41%（环比+1pcts、同比持平）		36%(环比+3pcts、同比+15pcts)
公司当季度资本开支	531亿美元（同比+69%、创单季度历史新高）	410 亿美元(同比+69%)， 358亿现金设备采购（PP&E）+ 52亿数据中心融资租赁		449亿美元(同比+100%)
2026 全年资本开支指引	预计约2200亿美元（同比约+71%）	1750 亿美元（同比+48%），口径调整、相比上季度1900亿数字下调，实物硬件投入规模不变		指引1950–2050亿美元（同比约+100%，上季度1800–1900亿美元）
当季现金流	经营现金流454亿， 自由现金流-77亿	经营现金流554亿美元、同比+30%， 自由现金流196亿美元、同比下滑23%		经营现金流390.7亿， 自由现金流-58.55亿
订单积压（RPO/Backlog）	4960亿美元（同比+154%）	6780 亿美元（同比81%）		5140 亿美元（+376%）

资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所整理测算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

如何理解价格战对模型厂和云厂的影响？

- 以opus5模型、GB200算力为例进行测算：
- 假设降价20%：则模型厂在成本固定的情况下，收入削减20%，毛利率从79%降低至73%。OPM从37%降低至27%
- 假设降价50%：毛利率从79%降低至57%。OPM从37%降低至亏损
- 结论1：价格战会直接冲击模型厂的毛利率，且由于训练开支和运营成本的相对刚性，会导致模型的OPM迅速下降。当价格减半时有可能导致模型厂亏损。
- 结论2：随着模型价格战加剧，模型厂为了维持毛利率可能将价格影响传递到云厂。则假设降价50%，且维持65%的毛利率/10%的OPM，测算得到，云厂的毛利率将从75%下降至69%，对应的OPM则将从接近39%下降至26%。

表：1GW数据中心商业闭环（亿美元）

模型芯片	Opus5 GB200	Opus5 GB200	Opus5 GB200	Opus5 GB200
云厂				
总成本	137	137	137	137
CAPEX	400	400	400	400
综合折旧年限	7	7	7	7
折旧	57	57	57	57
运营成本	80	80	80	80
运营成本/capex	20%	20%	20%	20%
收入 (亿美元)	224	224	224	185
1GW数据中心对应B200数量	426,888	426,888	426,888	426,888
B200租赁价格 (美元/h/GPU)	6	6	6	4.9
毛利率	75%	75%	75%	69%
OP	87	87	87	48
OPM	39%	39%	39%	26%
模型厂商				
收入 (亿美元)	528	422	264	264
TPS (Token/GPU)	2037	2037	2037	2037
Token价格(美元/百万Tokens)	3.9	3.1	1.9	1.9
降价幅度		20%	50%	50%
毛利率	79%	73%	57%	65%
收入/GW (亿美元)	528	422	264	264
算力成本	224	224	224	185
训练成本	112	112	112	92
占比	50%	50%	50%	50%
推理成本	112	112	112	92
占比	50%	50%	50%	50%
其他运营成本	106	84	53	53
占收入比	20%	20%	20%	20%
OP	198	113	-13	26
OPM	37%	27%	-5%	10%

资料来源：Anthropic官网、英伟达官网、彭博，国信证券经济研究所整理测算

芯片升级对模型毛利率的影响？

- 假设1：1GW H100/GB200/Rubin/950DT（国内）对应的资本开支分别为370/400/470/400亿美元，对应的芯片数量分别为78/43/26/60万张。
- 假设2：H100、GB200、Rubin、950DT租赁价格分别按2.5/6/10/3美元/h/GPU测算。
- 结论：随着芯片的升级，相同模型的毛利率持续提升。测算得到Opus5在Rubin上的毛利率约92%，较GB200高约13pcts；H100约52%，明显低于GB200。

表：1GW数据中心商业模型测算

1GW数据中心商业闭环	Opus5	Opus5	Opus5	GLM5.2	模型厂商芯片	Opus5	Opus5	Opus5	GLM5.2
						GB200	Rubin	H100	950DT
单位：亿美元					收入 (亿美元)	528	1343	179	139
云厂	GB200	Rubin	H100	950DT	TPS (Token/GPU)	2037	8636	377	1627
总成本	137	137	137	89	Token价格(美元/百万Tokens)	3.9	3.9	3.9	0.9
CAPEX	400	470	370	400	降价幅度				
综合折旧年限	7	7	7	7	毛利率	79%	92%	52%	43%
折旧	57	67	57	57	收入/GW (亿美元)	528	1343	179	139
运营成本	80	80	80	32					
运营成本/capex	20%	20%	20%	8%	算力成本	224	224	171	158
					训练成本	112	112	85	79
收入 (亿美元)	224	269	171	158	占比	50%	50%	50%	50%
1GW数据中心对应B200数量	426,888	256,104	779,200	600,000	推理成本	112	112	85	79
B200租赁价格 (美元/h/GPU)	6.0	12	2.5	3.0	占比	50%	50%	50%	50%
					其他运营成本	106	269	36	21
毛利率	75%	75%	67%	64%	占收入比	20%	20%	20%	15%
OP	87	132	34	69					
OPM	39%	49%	20%	43%	OP	198	850	-28	-40
					OPM	37%	63%	-16%	-29%

资料来源：英伟达官网、路透社、彭博，国信证券经济研究所整理测算

目录

【 01 】 资本开支、融资租赁与现金流情况

【 02 】 云业务增速与拆分

【 03 】 谷歌、亚马逊、微软、META、英特尔详细业绩

【 04 】 风险提示

谷歌：云收入加速至同比+82%，上调全年资本开支至约2000亿美元



- 云收入加速至同比+82%，在手订单达5140亿美元，公司指引TPU收入预计2027年放量。26Q2谷歌云收入248亿美元（同比+82%），增速显著加速；单季运营利润达88亿美元，OPM达到35.6%。Google Cloud 在手订单积压（Backlog）达5140亿美元。TPU整机销售拓展私有云市场。
- 算力紧缺下Q3将采购第三方算力补充，小幅压制云利润率；先保障前沿大模型训练，其次供给搜索、YouTube、云客户；
- 广告中双位数增长，Gemini App月活跃用户突破9.5亿，净利润暴涨主要来自权益证券收益990亿美元。谷歌搜索同比+17%，YouTube广告同比+13%；
- CAPEX：指引由1800 - 1900亿美元上调至1950 - 2050亿美元，同时提示2027资本开支将继续显著增长。26Q2 CAPEX达449亿美元，资本开支同比实现翻倍，60%投入服务器算力，40%用于数据中心与网络；

表：谷歌业绩汇总（百万美元）

百万美元	2025	2026E	2027E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	一致预期	Beat/Miss
总收入	402,836	495,286	603,929	80,539	84,742	88,268	96,469	90,234	96,428	102,346	113,828	109,896	119,796	116,980	2%
YOY	15%	23%	22%	15%	14%	15%	12%	12%	14%	16%	18%	22%	24%	21%	4%
毛利润	240,301	300,284	363,947	46,827	49,235	51,794	55,856	53,873	57,389	60,977	68,062	68,625	73,853	71,228	
毛利率	60%	61%	60%	58%	58%	59%	58%	60%	60%	60%	60%	62%	62%	60%	
研发费率	15%	15%	15%	15%	14%	14%	14%	15%	14%	15%	16%	15%	15%		
销售费率	7%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%		
管理费率	5%	5%	4%	4%	4%	4%	5%	4%	5%	7%	5%	4%	5%		
经营利润	129,039	171,903	215,185	25,472	27,425	28,521	30,972	30,606	31,271	31,228	35,934	39,696	40,770	40,433	1%
YoY	15%	33%	25%	46%	26%	34%	31%	20%	14%	9%	16%	30%	30%		
OPM	32%	35%	36%	31.6%	32.4%	32.3%	32.1%	33.9%	32.4%	30.5%	31.6%	36.1%	34.0%	34.6%	
净利润	132,170	234,648	185,742	23,662	23,619	26,301	26,536	34,540	28,196	34,979	34,455	62,578	112,193	35,373	217%
YoY	32%	78%	-21%	57%	29%	34%	28%	46%	19%	33%	30%	81%	298%		
净利率	33%	47%	31%	29%	28%	30%	28%	38%	29%	34%	31%	57%	94%		
收入拆分：															
1.1 谷歌服务收入	342,721	389,945	433,532	70,398	73,928	76,510	84,094	77,264	82,543	87,052	95,862	89,637	94,540	94,290	0%
YOY	12%	14%	11%	14%	12%	13%	10%	10%	12%	14%	14%	16%	15%		
占总收入	85%	79%	72%	87%	87%	87%	87%	86%	86%	85%	84%	82%	79%		
OP	139,404	164,809	187,494	27,897	29,674	30,856	32,836	32,682	33,063	33,527	40,132	40,589	39,544	40,204	
OPM	41%	42%	43%	40%	40%	40%	39%	42%	40%	39%	42%	45%	42%		
1.1.1 谷歌服务广告	294,691	334,227	370,901	61,659	64,616	65,854	72,461	66,885	71,340	74,182	82,284	77,253	81,629	81,097	1%
YOY	11%	13%	11%	13%	11%	10%	11%	8%	10%	13%	14%	16%	14%		
1.1.1.1 搜索广告	224,532	259,954	292,239	46,156	48,509	49,385	54,034	50,702	54,190	56,567	63,073	60,399	63,271	63,300	0%
YOY	13%	16%	12%	14%	14%	12%	13%	10%	12%	15%	17%	17%	17%		
1.1.1.2 Youtube	40,367	45,066	49,878	8,090	8,663	8,921	10,473	8,927	9,796	10,261	11,383	9,883	11,055	10,801	2%
YOY	12%	12%	11%	21%	13%	12%	14%	10%	13%	15%	9%	11%	13%		
1.1.1.3 网络联盟	29,792	29,119	28,523	7,413	7,444	7,548	7,954	7,256	7,354	7,354	7,828	6,971	7,303	7,131	2%
YOY	-2%	-2%	-2%	-1%	-5%	-2%	-4%	-2%	-1%	-3%	-2%	-4%	-1%		
1.1.2 谷歌服务其他	48,030	55,760	63,797	8,739	9,312	10,656	11,633	10,379	11,203	12,870	13,578	12,384	12,911	13,057	-1%
YOY	19%	16%	14%	18%	14%	28%	8%	19%	20%	21%	17%	19%	15%		
1.2 谷歌云收入	58,705	104,293	168,567	9,574	10,347	11,353	11,955	12,260	13,624	15,157	17,664	20,028	24,768	22,400	11%
YOY	36%	78%	62%	28%	29%	35%	30%	28%	32%	34%	48%	63%	82%	64%	
占总收入	15%	21%	28%	12%	12%	13%	12%	14%	14%	15%	16%	18%	21%		
OP	13,910	35,047	58,827	900	1,172	1,947	2,093	2,177	2,826	3,594	5,313	6,598	8,814	6,907	28%
OPM	24%	34%	35%	9%	11%	17%	18%	18%	21%	24%	30%	33%	36%	31%	
1.3 Other Bets	1,537	1,593	1,758	495	365	388	400	450	373	344	370	411	382	402	-5%
YOY	-7%	4%	10%	72%	28%	31%	-39%	-9%	2%	-11%	-8%	-9%	2%		
OP	-7,515	-7,323	-7,258	-1,020	-1,134	-1,116	-1,174	-1,226	-1,246	-1,426	-3,617	-2,100	-5,789	-1,720	
OPM	-489%	-460%	-413%	-206%	-311%	-288%	-294%	-272%	-334%	-415%	-978%	-511%	-1515%		
RPO (剩余履约义务)	240,000	517,665	566,240	72,500	78,800	86,800	93,200	92,400	108,000	157,700	240,000	462,000	514,000		
YOY	158%	116%	9%	18%	30%	34%	26%	27%	37%	82%	158%	400%	376%		
Capex	91,447	197,032	287,173	12,012	13,186	13,061	14,276	17,197	22,446	23,953	27,851	35,674	44,924	44,077	2%
Capex YOY	74%	115%	46%	91%	91%	62%	30%	43%	70%	83%	95%	107%	100%		
Capex/净利润	69%	84%	155%	51%	56%	50%	54%	50%	80%	68%	81%	57%	40%		
Capex/收入	23%	40%	48%	15%	16%	15%	15%	19%	23%	23%	24%	32%	38%		
折旧摊销	21,136	32,391	51,970	3,413	3,708	3,985	4,205	4,487	4,998	5,611	6,040	6,482	7,104	7,738	
YOY	38%	53%	60%	12%	13%	9%	27%	31%	35%	41%	44%	44%	42%		

资料来源：公司官网，彭博，国信证券经济研究所整理

谷歌：会持续加码基建，大额资本开支导致自由现金流转负



- 业绩会要点：
- 模型：Gemini模型每分钟处理220亿API Token，代码短板修复，正在推进超大规模Gemini4预训练，后续将保持月度迭代节奏；Gemini3.6Flash在代码基准提升超10个百分点，对内对外测试进度良好；差异化壁垒不只有基础模型，完整云基础设施、数据安全治理、端到端Agent工作流、垂直行业解决方案形成综合护城河，模型只是解决方案一环。
- AI投入ROI：管理层判断生成AI仍处于行业极早期，企业AI原生workload占比极低，全栈布局长期回报确定性强；算力供给长期跟不上需求，只要投资回报具备吸引力，会持续加码2026/2027年基建，自研软硬件全链路优化提升单位算力产出。
- TPU整机销售：公司不单独拆分TPU利润率，TPU设备收入2027年才大规模释放。整体云盈利趋势向上，第三方算力仅带来短期小幅利润压力。
- AI内部赋能与广告提效：内部提效，83%销售团队每周使用Gemini辅助工具，签单率提升20%，AI客服自动处理75%咨询工单。
 - ① 广告匹配：Gemini解析长文本复杂查询，购物广告相关性提升20%；
 - ② 广告工具AI Max：50万广告主完成切换，同等ROI下转化平均提升15%，超半数中小企业用生成式AI制作素材；
 - ③ 全新广告形态：对话侧边推荐、旅行场景直达优惠、结构化列表内原生赞助链接商业化测试顺利；
- 算力分配：先保障前沿大模型训练，其次供给搜索、YouTube、云客户；外部客户不足部分采购第三方GPU/算力；
- 融资动作：二季度完成496亿股权募资+203亿债券发行，设立400亿ATM股票发行计划。现金流单季经营现金流390.7亿，但大额资本开支导致自由现金流-58.55亿。
- 2026下半年业务指引：
 - ① Q2汇率带来1个点营收正向拉动，Q3转为小幅外汇逆风，主要影响搜索、YouTube广告；
 - ② 云业务短期压力：算力紧缺下Q3将采购第三方算力补充，小幅压制云利润率；Wiz收购整合将对全年云利润率产生低个点拖累；



谷歌云拆分

- 26年预计谷歌云收入同比+85%，绝对值增长约500亿美元，其中100亿来自传统云，400亿来自AI云的TPU、GPU租赁、MaaS增长，TPU租赁及外售是主要驱动因素。
- 27年预计谷歌云收入同比+95%，绝对值增长约1000亿美元，其中150亿来自传统云，AI云贡献绝大部分增量，最核心的增长来自TPU租赁增量约300亿+TPU外售增量约250亿美元。我们预计26年TPU出货量接近1000万张，推动公司AI云收入占比达到70%。
- 利润端，我们测算26Q3可能出现小幅OPM下滑，主要是部分采用算力租赁方式满足需求。

表：谷歌业绩汇总（百万美元）

单位: 百万美元	2024	2025	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
谷歌云收入	43,229	58,705	108,414	211,209	12,260	13,624	15,157	17,664	20,028	24,768	28,802	34,817	41,329	49,611	56,347	63,923
YoY	31%	36%	85%	95%	28%	32%	34%	48%	63%	82%	90%	97%	106%	100%	96%	84%
员工薪酬	20,519	22,078	27,870	36,231	5,412	5,517	5,586	5,563	6,443	6,933	7,262	7,232	8,376	9,013	9,440	9,401
YoY	8%	8%	26%	30%	5%	7%	8%	11%	19%	26%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
占收入比例	47%	38%	26%	17%												
其他运营成本 (含折旧)	16,598	22,717	42,582	99,829	4,671	5,281	5,977	6,788	6,987	9,021	11,400	15,175	18,186	22,986	26,846	31,811
YoY	35%	37%	87%	134%	33%	32%	41%	40%	50%	71%	91%	124%	160%	155%	136%	110%
占收入比例	38%	39%	39%	47%												
OP	6,112	13,910	37,962	75,149	2,177	2,826	3,594	5,313	6,598	8,814	10,140	12,410	14,767	17,612	20,060	22,710
OPM	14%	24%	35.0%	35.6%	18%	21%	24%	30%	33%	35.6%	35.2%	35.6%	35.7%	35.5%	35.6%	35.5%
Google Cloud Platform	27,374	40,804	88,466	189,160	8,322	9,328	10,503	12,652	15,639	19,981	23,615	29,231	36,478	44,319	50,614	57,749
YoY	39%	49%	117%	114%	37%	43%	45%	68%	88%	114%	125%	131%	133%	122%	114%	98%
占比	63%	70%	82%	90%												
OP	-1,815	4,959			208	678	1,267	2,807	4,404	6,420	7,547	9,617	12,342	14,966	17,194	19,623
OPM	-7%	12%			2%	7%	12%	22%	28%	32%	32%	33%	34%	34%	34%	34%
传统云	23,833	31,407	42,573	57,473	6,997	7,675	8,098	8,637	9,366	10,615	10,932	11,660	12,644	14,331	14,758	15,740
YoY	32%	32%	36%	35%	30%	34%	29%	34%	34%	38%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
占GCP	87%	77%	48%	30%												
OP	-2,988	1,468	-16,763	-48,240	-243	98	360	1,253	2,047	2,934	3,022	3,223	3,495	3,961	4,079	4,351
OPM	-13%	5%	-39%	-84%	-3%	1%	4%	15%	22%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
AI云	3,541	9,397	45,894	131,687	1,324	1,653	2,405	4,015	6,274	9,365	12,683	17,572	23,835	29,988	35,855	42,009
YoY	117%	165%	388%	187%	87%	103%	152%	278%	374%	466%	427%	338%	280%	220%	183%	139%
占GCP	13%	23%	52%	70%	16%	18%	23%	32%	40%	47%	54%	60%	65%	68%	71%	73%
占云收入比例	8%	16%	42%	62%	11%	12%	16%	23%	31%	38%	44%	50%	58%	60%	64%	66%
OP	1,173	3,492	16,763	48,240	451	579	907	1,554	2,357	3,486	4,525	6,395	8,847	11,005	13,115	15,273
OPM	33.1%	37.2%	36.5%	36.6%	34.1%	35.1%	37.7%	38.7%	37.6%	37.2%	35.7%	36.4%	37.1%	36.7%	36.6%	36.4%
AI IaaS收入	3,541	7,049	34,154	96,467	1,207	1,418	1,700	2,724	4,513	7,017	9,748	12,876	16,791	21,887	26,346	31,443
YoY	117%	99%	385%	182%	70%	74%	78%	156%	274%	395%	473%	373%	272%	212%	170%	144%
OP	1,173	2,318	10,893	30,630	393	462	555	908	1,476	2,312	3,058	4,047	5,325	6,955	8,360	9,990
OPM	33.1%	32.9%	31.9%	31.8%	32.5%	32.6%	32.6%	33.4%	32.7%	33.0%	31.4%	31.4%	31.7%	31.8%	31.7%	31.8%
TPU收入	2,214	4,059	23,827	80,130	609	731	893	1,826	2,448	4,642	6,960	9,778	13,523	18,130	21,935	26,542
YoY	92%	83%	487%	236%	38%	43%	49%	175%	302%	535%	679%	435%	453%	291%	215%	171%
占云收入比例	5%	7%	22%	38%	5%	5%	6%	10%	12%	19%	24%	28%	33%	37%	39%	42%
TPU租赁	2,214	4,059	18,827	50,130	609	731	893	1,826	2,448	4,142	5,460	6,778	9,023	11,530	13,535	16,042
YoY	168%	83%	364%	166%	38%	43%	49%	175%	302%	467%	511%	271%	269%	178%	148%	137%
TPU外售			5,000	30,000						500	1500	3000	4500	6600	8400	10500
GPU收入	1,327	2,990	10,327	16,336	598	688	807	897	2,065	2,375	2,788	3,098	3,267	3,757	4,411	4,901
YoY	168%	125%	245%	58%												
MaaS收入		2,348	11,740	35,220	117	235	704	1,291	1,761	2,348	2,935	4,696	7,044	8,101	9,509	10,566
YoY			400%	200%												
OP		1,174	5,870	17,610	59	117	352	646	881	1,174	1,468	2,348	3,522	4,050	4,755	5,283
OPM		50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%

资料来源：公司官网，彭博，国信证券经济研究所整理测算

谷歌云拆分

- **折旧影响可能相对滞后：**谷歌26/27年预计收入增长接近翻倍，与CAPEX增速接近，在此基础上，26Q2折旧增速仅40%+。另一方面，谷歌的资本开支大约90%在当年转为在建工程，意味着在次年开始折旧，因此整体折旧对利润影响相对滞后。假设28年开始收入增速放缓，CAPEX增速降至20%，折旧增速达到70%，对利润端的影响开始逐渐显现。

表：谷歌云拆分（亿美元）

期间 实际 / 预测	2024A 实际	2025A 实际	2026E 预测	2027E 预测	2028E 预测	2029E 预测	2030E 预测	2031E 预测
资本开支、在建工程与转固								
资本开支	\$52,535	\$91,447	\$200,000	\$400,000	\$480,000	\$528,000	\$554,400	\$554,400
年末在建工程 / 当年CapEx	96.3%	85.9%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
年末在建工程	\$50,597	\$78,592	\$180,000	\$360,000	\$432,000	\$475,200	\$498,960	\$498,960
模型期可用CapEx			\$119,402	\$400,000	\$480,000	\$528,000	\$554,400	\$554,400
模型期期初在建工程			\$122,814	\$180,000	\$360,000	\$432,000	\$475,200	\$498,960
模型期在建工程增加			\$57,186	\$180,000	\$72,000	\$43,200	\$23,760	-
转入已投产资产			\$62,216	\$220,000	\$408,000	\$484,800	\$530,640	\$554,400
技术基础设施（已投产原值）	\$141,852	\$203,679	\$309,393	\$529,393	\$937,393	\$1,422,193	\$1,952,833	\$2,507,233
办公空间（已投产原值）	\$45,403	\$48,348	\$50,635	\$50,635	\$50,635	\$50,635	\$50,635	\$50,635
公司及其他资产（已投产原值）	\$12,574	\$14,463	\$6,498	\$6,498	\$6,498	\$6,498	\$6,498	\$6,498
已投产固定资产合计	\$199,829	\$266,490	\$366,526	\$586,526	\$994,526	\$1,479,326	\$2,009,966	\$2,564,366
固定资产原值（含在建）	\$250,426	\$345,082	\$546,526	\$946,526	\$1,426,526	\$1,954,526	\$2,508,926	\$3,063,326
折旧预测								
技术基础设施折旧年限			9.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
其他已投产资产折旧年限			20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
平均技术基础设施原值			\$256,536	\$419,393	\$733,393	\$1,179,793	\$1,687,513	\$2,230,033
技术基础设施折旧			\$28,504	\$52,424	\$91,674	\$147,474	\$210,939	\$278,754
平均其他已投产资产原值			\$59,972	\$57,133	\$57,133	\$57,133	\$57,133	\$57,133
其他资产折旧			\$2,999	\$2,857	\$2,857	\$2,857	\$2,857	\$2,857
折旧合计	\$15,311	\$21,136	\$31,503	\$55,281	\$94,531	\$150,331	\$213,796	\$281,611
折旧同比增速		38.0%	49.0%	75.5%	71.0%	59.0%	42.2%	31.7%
折旧 / CapEx	29.1%	23.1%	15.8%	13.8%	19.7%	28.5%	38.6%	50.8%

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理测算

亚马逊：AWS同比+37%，OPM升至39.4%，AI及芯片ARR均超250亿美元



- 26Q2营业收入2006亿美元，同比+20%，剔除汇率影响同比仍+20%，超一致预期约2%。经营利润275亿美元，同比+43%，超一致预期约16%。净利润626亿美元，同比+245%，大幅超出预期；其中包含主要来自Anthropic投资的534亿美元税前其他收益。
- 分地区：
 - 1) 北美业务收入1162亿美元，同比+16%；OPM为7.9%，同比+0.3pct、环比基本持平。
 - 2) 国际业务收入422亿美元，同比+15%，略低于一致预期；OPM为4.1%，同比基本持平、环比+0.5pct。
 - 3) AWS收入422亿美元，同比+37%，创过去18个季度最快增速。AWS OPM为39.4%，同比+6.5pcts、环比+1.7pcts。
- 资本支出：26Q2 Capex净额约531亿美元，同比+69%。受资本开支快速增长影响，TTM自由现金流为-76亿美元，去年同期为+182亿美元。
- 指引：预计26Q3收入1970 - 2020亿美元，同比+9% - 12%，外汇预计带来约80bps负面影响。由于Prime Day在2025年及2026年的季度分布不同，剔除该因素后，Q3收入同比增速将高近400bps。经营利润指引为225 - 265亿美元，25年同期为174亿美元；按收入及经营利润指引中值计算，Q3 OPM约12.3%，同比提升约2.6pcts。

表：亚马逊业绩汇总（百万美元）

	2025	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	一致预期	Beat/Miss
总收入	716,924	824,881	935,000	155,667	167,702	180,169	213,386	181,519	200,606	197,012	2%
YOY	12%	15%	13%	9%	13%	13%	14%	17%	20%	17%	
毛利	360,510	422,538	491,089	78,691	86,893	91,499	103,427	94,056	104,828	103,071	2%
毛利率	50%	51%	53%	51%	52%	51%	48%	52%	52%	52%	
履约费用	109,074	123,555	137,672	24,593	25,976	27,679	30,826	27,289	29,633	29,789	
履约费率	15.2%	15.0%	14.7%	15.8%	15.5%	15.4%	14.4%	15.4%	14.8%	15.1%	
销售费用	47,129	52,385	59,370	9,763	11,416	11,686	14,264	10,314	11,698	12,927	
销售费率	6.6%	6.4%	6.3%	6.3%	6.8%	6.5%	6.7%	5.7%	5.8%	6.6%	
管理费用	11,172	11,937	13,279	2,628	2,965	2,875	2,704	2,587	2,788	3,169	
管理费率	1.6%	1.4%	1.4%	1.7%	1.8%	1.6%	1.3%	1.4%	1.4%	1.6%	
研发费用	108,521	133,269	155,242	22,994	27,166	28,962	29,399	29,567	33,158	33,268	
研发费率	15.1%	16.2%	16.6%	14.8%	16.2%	16.1%	13.8%	16.3%	16.5%	16.9%	
经营利润	79,975	104,430	131,934	18,405	19,171	17,422	24,977	23,852	27,461	23,611	16%
YoY	17%	31%	26%	20%	31%	0%	18%	30%	43%	23%	
OP Margin	11%	13%	14%	12%	11%	10%	12%	13%	14%	12%	
净利润	77,670	96,153	110,928	17,127	18,164	21,187	21,192	30,255	62,647	19,936	214%
YoY	31%	24%	15%	64%	35%	38%	6%	77%	245%	10%	
净利率	11%	12%	12%	11%	11%	12%	10%	17%	31%		
业务拆分一：											
1.1 北美零售	426,305	472,849	516,828	92,887	100,068	106,267	127,083	104,143	116,177	113,935	2%
YOY	10%	11%	9%	8%	11%	11%	10%	12%	16%	14%	
占总收入	59%	57%	55%	60%	60%	59%	60%	57%	58%		
OP	29,619	38,617	47,563	5,841	7,517	4,789	11,472	8,267	9,123	8,499	
OPM	7%	8%	9%	6%	8%	5%	9%	8%	8%	7%	
1.2 国际零售	161,894	183,866	201,588	33,513	36,761	40,896	50,724	39,789	42,197	42,711	-1%
YOY	13%	10%	10%	5%	16%	14%	17%	19%	15%	16%	
占总收入	23%	22%	22%	22%	22%	23%	24%	22%	21%		
OP	4,750	6,717	10,734	1,017	1,494	1,199	1,040	1,424	1,717	1,898	
OPM	3%	4%	5%	3%	4%	3%	2%	4%	4%	4%	
1.3 AWS收入	128,725	168,262	218,314	29,267	30,873	33,006	35,579	37,587	42,232	40,574	4%
YOY	20%	31%	30%	17%	17.5%	20.2%	24%	28%	37%	31%	
占总收入	18%	20%	23%	19%	18%	18%	17%	21%	21%		
OP	45,606	59,223	76,949	11,547	10,160	11,434	12,465	14,161	16,621	13,695	
OPM	35%	35%	35%	39%	32.9%	34.6%	35.0%	37.7%	39.4%	34%	
业务拆分二：											
2.1 线上商店	269,287	295,182	316,477	57,407	61,485	67,407	82,988	64,254	70,432	69,924	1%
YOY	9%	10%	7%	5%	11%	10%	10%	12%	15%		
2.2 实体商店	22,561	23,668	24,798	5,533	5,595	5,578	5,855	5,785	5,794	5,868	-1%
YOY	6%	5%	5%	6%	7%	7%	5%	5%	4%		
2.3 第三方卖家服务	172,162	192,842	212,164	36,512	40,348	42,486	52,816	41,578	46,780	46,147	1%
YOY	10%	12%	10%	6%	11%	12%	11%	14%	16%		
2.4 订阅服务	49,619	55,657	61,120	11,715	12,208	12,574	13,122	13,427	13,730	13,752	0%
YOY	12%	12%	10%	9%	12%	11%	14%	15%	12%		
2.5 广告服务	68,635	82,993	97,540	13,921	15,694	17,703	21,317	17,243	19,809	19,316	3%
YOY	22%	21%	18%	18%	23%	24%	23%	24%	26%		
2.6 其他	5,935	6,637	7,488	1,312	1,499	1,415	1,709	1,645	1,829	1,658	10%
YOY	9%	12%	13%	4%	19%	8%	7%	25%	22%		
2.7 AWS	128,725	168,262	218,314	29,267	30,873	33,006	35,579	37,587	42,232	40,574	4%
YOY	20%	31%	30%	17%	17%	20%	24%	28%	37%		
RPO (剩余履约义务)	244,000			189,000	195,000	200,000	244,000	364,000	496,000		
YOY				20%	25%	22%	38%	93%	154%		
Capex (净额)	128,320	200,223	248,297	24,255	31,368	34,228	38,469	43,234	53,076	48,888	9%
Capex YOY	65%	56%	24%	74%	91%	61%	48%	78%	69%		

资料来源：公司官网，彭博，国信证券经济研究所整理测算

亚马逊：AWS同比+37%，OPM升至39.4%，AI及芯片ARR均超250亿美元



国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 业绩会要点：
- 芯片业务ARR 250亿美元（CPU+AI 芯片），Q1是200亿，客户除了O+A，还包括AI初创公司，以及Uber、Pinterest等大型互联网公司。AI业务 ARR250亿美元，都是三位数增长。
- 关于资本开支：26年资本开支从2000亿上修至2200亿，主要由于存储涨价。即使按照这一投入规模，26年算力仍然不足，27年情况一样，已经看到28年的需求非常惊人。目前服务器和网络设备的回本周期不到3年，寿命5-6年，大部分AI算力订单至少5年。
- 预计到27年底，容量将达到25年的2倍。
- 关于云收入：AWS未来可能成为年化1万亿美元的业务。本季度加速增长的原因之一是核心云也在快速增长，越来越多企业正在制定从本地部署环境迁移至云端的转型计划；二是AI业务的高速增长也在带动核心云
- 关于利润率：本季度大幅提升的因素包括：自研芯片+衍生品收益，剔除衍生品环比+0.4pct，业绩会强调容量优化在Q2带来了显著的帮助
- 关于模型：不同模型会在不同时间相互超越。市场上会出现大量能力相近的模型。这对AWS有利。同时也在开发自研模型，主要为了控制成本、满足定制要求

亚马逊云拆分

- 预计26/27年公司AI云收入有望达到316/767亿美元，占云收入比例达到18%/31%。AWS AI云收入结构与其他公司不同，26年的重要增长驱动来自Bedrock平台Claude模型贡献的MaaS收入，预计在26Q1 150亿AI云ARR中占比达到1/3。IaaS层主要依赖26年起Trainium芯片放量，因此26-27年预计公司收入有望迎来加速期。
- 利润端：由于MaaS业务占比更高，有望帮助亚马逊保持更好的OPM

表：亚马逊业绩汇总（百万美元）

单位：百万美元	2024	2025	2026E	2027E		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
AWS收入	107,556	128,725	179,225	260,495		29,267	30,873	33,006	35,579	37,587	42,232	46,814	52,592	55,995	62,917	67,865	73,718
YOY	19%	20%	39%	45%		17.0%	17.5%	20.2%	24.0%	28%	37%	42%	48%	49%	49%	45%	40%
OP	39,834	45,606	68,027	98,293		11,547	10,160	11,434	12,465	14,161	16,621	17,511	19,734	21,066	23,721	25,630	27,876
OPM	37.0%	35.4%	38.0%	37.7%		39.5%	32.9%	34.6%	35.0%	37.7%	39.4%	37.4%	37.5%	37.6%	37.7%	37.8%	37.8%
传统云	104,806	122,034	147,676	177,212		28,392	29,598	31,019	33,025	33,837	35,982	37,709	40,148	40,604	43,178	45,251	48,178
YOY	16%	16%	21%	20%		16%	16%	16%	18%	19%	22%	22%	22%	20%	20%	20%	20%
OP	38,829	43,064	55,714	65,568		11,217	9,678	10,679	11,490	12,711	14,196	13,952	14,855	15,024	15,976	16,743	17,826
OPM	37.0%	35.3%	37.7%	37.0%		39.5%	32.7%	34.4%	34.8%	37.6%	39.5%	37%	37%	37%	37%	37%	37%
AI云收入	2,750	6,691	31,548	83,283		875	1,275	1,987	2,554	3,750	6,250	9,105	12,444	15,391	19,739	22,614	25,540
YOY	400%	143%	371%	164%						329%	390%	358%	387%	310%	216%	148%	105%
占比	3%	5%	18%	32%		3.0%	4%	6%	7%	10%	15%	19%	24%	27%	31%	33%	35%
ARR										15,000	25,000						
OP	1,005	2,542	12,313	32,724		330	482	755	975	1,450	2,425	3,559	4,879	6,042	7,745	8,887	10,050
OPM	37%	38%	39%	39%		38%	38%	38%	38%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%
AI IaaS	2750	5,739	15,798	36,158		796	1,154	1,698	2,091	2,500	3,750	4,355	5,194	6,328	8,864	9,926	11,040
YOY	400%	109%	175%	129%						214%	225%	156%	148%	153%	136%	128%	113%
AI IaaS OP	1,005	2,161	6,013	13,874		299	434	639	789	950	1,425	1,659	1,979	2,417	3,395	3,812	4,250
OPM	36.6%	37.7%	38.1%	38.4%		37.5%	37.6%	37.7%	37.8%	38.0%	38.0%	38.1%	38.1%	38.2%	38.3%	38.4%	38.5%
GPU		2,689	6,128	11,780		396	554	798	941	1,000	1,500	1,655	1,974	2,278	3,014	3,176	3,312
YOY			128%	92%						152%	171%	107%	110%	128%	101%	92%	68%
OP		941	2,145	4,123		139	194	279	329	350	525	579	691	797	1,055	1,112	1,159
OPM		35%	35%	35%		35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
占AI IaaS比例		47%	39%	33%		50%	48%	47%	45%	40%	40%	38%	38%	36%	34%	32%	30%
Trn		3,050	9,670	24,378		400	600	900	1,150	1,500	2,250	2,700	3,220	4,050	5,850	6,750	7,728
YOY			217%	152%						275%	275%	200%	180%	170%	160%	150%	140%
占AI IaaS比例			53%	67%													
OP		1,220	3,868	9,751		160	240	360	460	600	900	1,080	1,288	1,620	2,340	2,700	3,091
OPM		40%	40%	40%		40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
MaaS (Bedrock)	952	15,750	47,125		79	121	289	463	1,250	2,500	4,750	7,250	9,063	10,875	12,688	14,500	
YOY			1554%	199%						1487%	1963%	1542%	1466%	625%	335%	167%	100%
占AI云比例			50%	57%		9%	10%	15%	18%	33%	40%	52%	58%	59%	55%	56%	57%
ARR										5000	10000	19000	29000	36250	43500	50750	58000
OP		381	6,300	18,850		32	48	116	185	500	1,000	1,900	2,900	3,625	4,350	5,075	5,800
OPM		40%	40%	40%		40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%

资料来源：公司官网，彭博，国信证券经济研究所整理测算

4FQ26微软业绩速览：Azure加速增长，指引FY27全年CapEx同比增长



本季度微软收入同比+18%至900亿美元；毛利率67%，营业利润同比+18%至406亿美元、营业利润率45%，净利润同比+31%至357亿美元。

智能云：智能云收入为393亿美元，同比+32%（+31%cc），其中Azure同比+43%，超业绩指引的40%。FY26 全年 Azure 总收入突破1000 亿美元，同比+41%。

资本支出：410亿美元（含融资租赁），同比+70%，包含358亿现金设备采购（PP&E）+ 52亿数据中心融资租赁。约2/3投向GPU、CPU等短期资产支撑Azure与AI需求，剩余投向长期数据中心基建。
指引：指引FY27Q1资本支出预计500亿美元，同比+49%。2026自然年资本开支约1750 亿美元。

指引：
下季度总收入898.5亿至909.5亿美元（16%-17%），营业利润率与去年同期基本持平。下季度智能云收入409.5亿至412.5亿美元(同比+32%-33%，其中**Azure指引+45%**。生产力和商业业务367亿至370亿美元（同比+11%-12%，其中Office365商业版指引+15%cc），个人计算收入指引122亿至127亿美元（同比-8%--11%）

FY27展望：总收入预计实现双位数增长，预计Azure 27FYH1的增速将比FY26H2快。营业利润率预计将下降不到1个百分点，现金流预计保持为正。

表：微软业绩汇总（百万美元）

	2025	2026E	2027E	2Q24 4FQ24	3Q24 1FQ25	4Q24 2FQ25	1Q25 3FQ25	2Q25 4FQ25	3Q25 1FQ26	4Q25 2FQ26	1Q26 3FQ26	2Q26 4FQ26	一致预期	Beat/Miss
单位：百万美元														
总收入	305,453	357,194	420,091	64,727	65,585	69,632	70,066	76,441	77,673	81,273	82,886	90,007	87,744	3%
YOY	17%	17%	18%	15%	16%	12%	13%	18%	17%	18%	18%	18%		
毛利润	209,499	238,830	275,036	45,043	45,486	47,833	48,147	52,427	53,630	55,295	56,386	60,482	58,369	4%
毛利率	69%	67%	65%	70%	69%	69%	69%	69%	69%	68%	68%	67%	66%	
研发费率	11%	10%	10%	12%	12%	11%	12%	12%	10%	10%	10%	10%	11%	
销售费率	8%	8%	7%	11%	9%	9%	9%	10%	7%	8%	8%	8%	9%	
管理费	2%	2%	2%	3%	2%	3%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	
经营利润	142,559	166,632	195,557	27,925	30,552	31,653	32,000	34,323	37,961	38,275	38,400	40,600	39,045	4%
YoY	21%	17%	17%	15%	14%	17%	16%	23%	24%	21%	20%	18%	14%	
OPM	47%	47%	47%	43%	47%	45%	46%	45%	49%	47%	46%	45%	44%	
净利润	119,262	137,000	156,975	22,036	24,667	24,108	25,824	27,233	27,747	38,458	31,778	35,766	31,710	13%
净利率	39%	38%	37%	34%	38%	35%	37%	36%	36%	47%	38%	40%	36%	
分业务拆分：														
口径切换														
1.1 智能云（Azure等）	120,433	156,660	202,233	28,515	24,092	25,544	26,751	29,878	30,897	32,907	34,681	39,306	38,171	3%
YOY	15%	30%	29%	19%	20%	19%	21%	26%	28%	29%	30%	32%	28%	指引27%-28%
占总收入	39%	44%	48%	44%	37%	37%	38%	39%	40%	40%	42%	44%	44%	指引39%-40%
其中Azure YOY		39%	39%	29%	33%	31%	33%	39%	40%	39%	40%	43%	40%	
AI贡献Azure收入占比		26%	31%	8%	12%	13%	16%							
毛利率				70%	71%	70%								
营业利润率	42%	41%	40%	45%	44%	42%	41%	41%	43%	42%	40%	41%		
1.2 生产流程（Office等）	130,192	147,101	163,072	20,317	28,317	29,437	29,944	33,112	33,020	34,116	35,013	37,847	37,268	2%
YOY	33%	13%	11%	11%	12%	14%	10%	16%	17%	16%	17%	14%	13%	指引12%-13%
占总收入	43%	41%	39%	31%	43%	42%	43%	43%	43%	42%	42%	42%	42%	指引14-15%cc
其中Office 365 YOY				15%	15%	16%	12%	18%	17%	17%	19%	16%	14%	
毛利率				76%	76%	76%								
营业利润率	60%	57%	50%	50%	58%	57%	58%	60%	62%	60%	60%	61%		
1.3 更多个人计算（Windows等）	54,828	52,351	51,745	15,895	13,176	14,651	13,371	13,451	13,756	14,250	13,192	12,900	12,170	6%
YOY	-8%	-5%	-1%	14%	17%	0%	6%	9%	4%	-3%	-1%	-4%	-10%	指引同比持平
占总收入	18%	15%	12%	25%	20%	21%	19%	18%	18%	18%	16%	14%		
毛利率				60%	60%	61%								
营业利润率	27%	32%	38%	31%	27%	27%	26%	24%	30%	27%	28%	29%		
RPO（剩余履约义务）	631,000	786,812	665,540	275,000	266,000	304,000	321,000	375,000	392,000	631,000	627,000	678,000		
YOY	108%	25%	-15%	20%	23%	33%	33%	36%	47%	108%	99%	81%		
Capex（含融资租赁）	118,000	175,000	195,341	19,000	20,000	22,600	21,400	24,200	34,900	37,500	31,900	41,000	35,241	16%
Capex YOY	56%	48%	12%	78%	79%	97%	53%	27%	75%	66%	49%	69%	46%	
折旧摊销	42,202	49,998	66,439	6,380	7,383	6,827	8,740	11,203	13,061	9,198	13,850	14,200	11,950	
YoY	59%	18%	33%	65%	88%	15%	45%	76%	77%	35%	6%	27%		

资料来源：公司官网，彭博，国信证券经济研究所整理测算

微软4FQ26业绩会：资本开支口径调整、投入规模不变，计划2年内算力翻倍



国信证券
GUOSEN SECURITIES

【资本开支与算力】资本开支口径调整、投入规模不变，指引FY27全年CapEx 同比增长

- ① 本季度资本支出（含融资租赁）410亿美元，同比+70%。经营现金流554亿美元同比+30%，自由现金流196亿美元同比下滑23%，受AI基建资本开支挤压。
- ② 业绩会指引FY27Q1资本支出预计500亿美元，同比+49%。2026自然年资本开支约1750 亿美元，数据中心、办公楼资产预估使用年限由 15 年延长至 25 年。大量原有数据中心融资租赁（计入资本开支）将重新分类为经营租赁（不计入资本开支），因此全年资本开支1750相比上季度1900亿指引下调，实物硬件投入规模不变，仅账面统计变化。经营现金流554亿美元同比+30%，自由现金流196亿美元同比下滑23%，主要受云AI基建大额资本开支挤压。
- ③ 指引FY27全年CapEx同比增长，指引FY27全年自由现金流仍将维持为正。
- ④ 算力基建本季度新增1GW算力容量，仍计划2年内整体算力翻倍；FY26全年新增 88 座数据中心，本季度单季度新增 31 座，覆盖五大洲；GPU 交付周期同比缩短近 50%，硬件上架、部署流程大幅优化，新增产能快速交付客户。

【云业务与RP0】

剩余履约义务RP0达6780亿美元，同比大幅+84%，加权平均履约周期2.3年；30%合约12个月内确认收入，剩余112%延后确认。所有商业 RP0的环比增长都来自Frontier模型公司（OpenAI与Anthropic）之外客户，测算与OpenAI模型服务相关的RP0同比去年增长了约2000亿美元（本季度同比81%的RP0增速剔除OpenAI是25%）。FY26微软云约有200亿美元收入来自Frontier模型公司（仅包括模型公司的算力租赁费）。

【AI应用】

- ① M365 Copilot：付费席位突破3000万，季度净新增席位环比翻倍。
- ② GitHub Copilot：用户达 5000 万，季度收入增速超 60%。
- ③ Azure Foundry：上架11000+全球大模型，付费客户突破10万，平台收入同比翻倍；年化万亿token客户数量4倍增长多模型客户数环比翻倍；
- ④ Microsoft Fabric数据平台：付费客户超4万，同比+60%；1.7万客户同时使用Foundry+Fabric；
- ⑤ Dynamics365 AI：开放65万+行业MCP智能动作，客服场景用量型AI消费收入季度增长4倍；CRM/ERP内置Agent拉动板块收入同比+13%（CC+12%）。

META 26Q2速览：广告兑现积极，提升2026年资本开支指引下限



业绩概况：本季度营收608亿美元（同比+28%），其中广告收入594亿美元（同比+27%）。营业利润188亿美元，营业利润率31%（同比下滑12pcts）；净利润158亿美元，净利率26%（同比下滑13pcts）。

分业务看：

- ① Family of Apps (FoA)：本季度收入604亿美元（同比+28%），运营利润234亿美元（OPM39%）；
- ② RealityLabs (RL)：收入4.3亿美元（同比+16%），运营亏损46亿美元，亏损小幅扩大。

用户数与广告价格：

- ① FamilyofApps：生态日活DAP 36亿，同比+3%。
- ② ARPP：16.89美元，同比+25%。
- ③ 广告量价：广告位Ad impressions同比+14%；广告价格同比+12%；

资本支出：

二季度资本支出（含融资租赁）311亿美元，同比+83%，提升2026全年资本开支指引至1300 - 1450亿美元（同比+68%-87%），此前为1250-1450亿美元。但高额资本开支拖累自由现金流仅7.84亿美元，同比大幅下滑。

指引：

指引26Q3营收610亿-640亿美元（对应同比22%-28%）。全年总支出指引维持1640 - 1710亿美元。公司预计2026全年营业利润有望高于2025年水平。

表：META业绩汇总（百万美元）

百万美元	2025	2026E	2027E	2024	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	一致预期	Beat/Miss
总收入	200,965	253,177	302,588	39,071	40,589	48,385	42,314	47,516	51,242	59,893	56,311	60,801	60,240	1%
YoY	22%	26%	20%	22%	19%	21%	16%	22%	26%	24%	33%	28%	27%	22%-28%
毛利	164,791	204,793	240,723	31,763	33,214	39,546	34,742	39,025	42,036	48,988	46,093	49,471	48,331	2%
毛利率	82%	81%	80%	81%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	81%	80%	
研发费率	29%	33%	32%	27%	28%	25%	29%	27%	30%	29%	31%	36%	32%	
营销费率	6%	6%	6%	7%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	5%	6%	6%	
管理费率	6%	6%	6%	9%	5%	2%	5%	6%	7%	6%	5%	9%	6%	
经营利润	83,276	90,630	105,475	14,847	17,350	23,365	17,555	20,441	20,535	24,745	22,872	18,775	21,359	-12%
YoY	20%	9%	16%	58%	26%	43%	27%	38%	18%	6%	30%	-8%	4%	
OPM	41%	36%	35%	38%	43%	48%	41%	43%	40%	41%	41%	31%	36%	
净利润	60,458	84,721	90,299	13,465	15,688	20,838	16,644	18,337	2,709	22,768	26,773	15,848	18,579	-15%
净利率	30%	33%	30%	34%	39%	43%	39%	39%	5%	38%	48%	26%	31%	
分业务拆分：														
1.1 FoA (广告)	196,174	247,071	294,854	38,329	39,885	46,783	41,392	46,563	50,082	58,137	55,909	59,363	59,047	1%
YoY	22%	26%	19%	22%	19%	21%	16%	21%	26%	24%	35%	27%	27%	
占总收入	98%	98%	97%	98%	98%	97%	98%	98%	98%	97%	99%	98%	98%	
1.2 FoA (非广告)	2,584	3,840	6,543	389	434	519	510	583	690	801	885	1,007	860	17%
YoY	50%	49%	70%	73%	48%	55%	34%	50%	59%	54%	74%	73%	47%	
占总收入	1%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	1%	
FoA 营业利润	102,469	108,825	125,900	19,335	21,778	28,332	21,765	24,971	24,967	30,766	24,900	23,394	26,281	-11%
FoA (总)OPM	52%	44%	43%	50%	55%	61%	53%	54%	50%	53%	45%	39%	44%	
1.3 RL	2,207	2,449	2,945	353	270	1,083	412	370	470	955	402	431	428	1%
YoY	3%	11%	20%	28%	29%	1%	-6%	5%	74%	-12%	-2%	16%	16%	
占总收入	1%	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	
RL 营业利润	-19,193	-18,541	-18,097	-4,488	-4,428	-4,967	-4,210	-4,530	-4,432	-6,021	-4,028	-4,619	-4,688	-1%
RL OPM	-870%	-757%	-614%	-1271%	-1640%	-459%	-1022%	-1224%	-943%	-630%	-1002%	-1072%	-1139%	
Impressions全球YoY		14.09%	10.73%	10%	7%	6%	5%	11%	14%	18%	19%	14%	13%	
Ad price 全球YoY		10.71%	9.50%	10%	11%	14%	10%	9%	10%	6%	12%	12%	11%	
DAP (亿)	35.8	36.8	38.0	32.7	32.9	33.5	34.3	34.8	35.4	35.8	35.6	36.0	36.1	
YoY	7%	3%	3%	6.5%	4.8%	5.0%	5.9%	6.4%	7.6%	6.9%	3.8%	3.4%	3.7%	
ARPP (美元)	\$55.13	\$53.75	\$62.02	\$11.89	\$12.29	\$14.25	\$12.36	\$13.65	\$14.46	\$16.46	\$15.66	\$16.89	\$16.11	5%
YoY	11%	-3%	15%	14.1%	12.4%	15.6%	10.4%	14.8%	17.7%	15.5%	26.7%	25.0%	18.0%	
Capex(含融资租赁)	72,213	140,000	175,278	8,472	9,202	14,836	13,690	17,012	19,374	22,137	19,840	31,080	33713	-8%
Capex YOY	84%	94%	25%	33%	36%	88%	104%	101%	111%	141%	45%	83%	98%	
Capex/收入	36%	55%	58%	22%	23%	31%	32%	36%	38%	37%	35%	51%	56%	
Capex/净利润	119%	165%	194%	63%	59%	71%	82%	93%	715%	97%	74%	196%	181%	
折旧摊销	18,616	29,301	44,526	3,637	4,027	4,460	3,900	4,342	4,963	5,411	5,999	6,356	7,155	
YoY	20%	57%	52%	39%	41%	41%	16%	19%	23%	21%	54%	46%		

资料来源：公司官网，彭博，国信证券经济研究所整理测算

META 26Q2业绩会：提升2026年资本开支指引下限，现金流承压



总览：本季度广告收入594亿美元（同比+28%，指引22%-28%）。总营业利润188亿美元，营业利润率31%（同比下降12%，剔除24亿法律费用+11.8亿裁员费用后营业利润同比+9%、营业利润率约37%）；净利润158亿美元，净利率26%（同比下滑13pcts）。

➤ 产业运营参数

- ① 生态月活DAP 36亿、同比+3%；Instagram日活突破20亿，Threads月活突破5亿，Facebook日活稳定超20亿；
- ② 26Q2广告位Ad impressions同比+14%（环比-5pct）；广告价格同比+12%（环比持平）。

➤ 资本开支与现金流承压

- ① 二季度资本支出（含融资租赁）311亿美元，同比+83%，全部投向AI服务器、数据中心基建。提升2026全年资本开支指引至1300 - 1450亿美元（同比+68%-87%），此前为1250-1450亿美元，持续加码AI基础设施建设。外部算力外包需求旺盛，富余算力对外溢价售卖。
- ② 经营现金流319亿美元，但高额资本开支拖累自由现金流仅7.84亿美元，同比大幅下滑；截至6月末现金与有价证券合计903亿美元，长期债务837亿美元。

➤ AI 战略与技术进展

- ① AI重构推荐系统成效突出：Instagram全量内容接入LLM解析，Instagram整体使用时长双位数同比增长；Facebook视频时长同比+9%，北美地区超10%；
- ② 平台推出用户自主调控推荐工具，使用用户留存超80%。
- ③ AI生成式广告模型GEM大幅提升转化，Facebook广告转化同比提升15.7%。
- ④ 商业化工具全面落地：900万中小企业使用AI广告创意工具。硬件与元宇宙业务
- ⑤ 消费者AI：Meta AI助手交互量环比+60%，WhatsApp为核心入口，上线无痕隐私对话模式；中长期重点打造24小时个人智能助手，覆盖生活、财务、健康全场景。

Intel 26Q2财报：十五年来最高单季营收增速，DCAI数据中心业务增速59%



国信证券
GUOSEN SECURITIES

表：英特尔业绩汇总（百万美元）

	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2	FY25Q3	FY25Q4	FY26Q1	FY26Q2	一致预期	Beat/Miss	2025FY	2026FY	2027FY
总收入	12,724	12,833	13,284	14,260	12,667	12,859	13,653	13,674	13,577	16,128	14,431	12%	52,853	62,133	71,355
YoY	8.6%	-0.9%	-6.2%	-7.4%	-0.4%	0.2%	2.8%	-4.1%	7.2%	25.4%	12.2%		-0.5%	10.0%	10.5%
1) 客户端计算收入	7,533	7,410	7,330	8,017	7,629	7,871	8,535	8,193	7,727	8,877	7,993	11%	32,228	33,259	33,368
YoY	30.6%	9.3%	(6.8%)	(9.4%)	(8.1%)	(2.8%)	4.1%	(6.9%)	1.3%	12.8%	1.5%		1.3%	4.7%	0.3%
经营利润	2,569	2,401	2,639	2,918	2,357	2,054	2,697	2,212	2,519	2,343	2,651	-12%	9,317	7,975	10,348
OPM	34.1%	32.4%	36.0%	36.4%	30.9%	26.1%	31.6%	27.0%	32.6%	26.4%	31.1%		23.2%	32.8%	34.8%
2) DCAI收入	3,036	3,045	3,349	3,387	4,126	3,939	4,117	4,737	5,052	6,262	5,540	13%	16,919	24,252	30,734
YoY	(18.3%)	(24.0%)	(12.2%)	(15.0%)	8.6%	3.7%	0.4%	7.7%	22.4%	59.0%	40.6%		25.3%	8.6%	26.7%
经营利润	331	195	308	291	574	634	963	1,251	1,541	2,474	1,051		3,422	3,335	4,431
OPM	10.9%	6.4%	9.2%	8.6%	13.9%	16.1%	23.4%	26.4%	30.5%	39.5%	25.2%				
3) IFS收入	4,369	4,320	4,352	4,502	4,667	4,417	4,235	4,507	5,421	5,765	5,477	5%	17,826	22,505	26,691
YoY	3602.5%	1762.1%	1299.4%	1447.1%	6.8%	2.2%	(2.7%)	0.1%	16.2%	30.5%	24.0%		17.7%	18.6%	18.6%
外部收入	16	13	20	191	269	(4)	8	170	170	293					
经营利润	(2,441)	(2,802)	(5,799)	(2,249)	(2,320)	(3,168)	(2,321)	(2,509)	(2,437)	(2,089)	(2,324)	-10%	(10,318)	(6,688)	(6,381)
OPM	(55.9%)	(64.9%)	(133.2%)	(50.0%)	(49.7%)	(71.7%)	(54.8%)	(55.7%)	(45.0%)	(36.2%)	(42.4%)				
4) 其他收入	775	968	1,039	1,042	943	1,053	993	574	628	701	638	10%	3,563	2,654	2,766
YoY	24.4%	70.1%	45.1%	27.9%	21.7%	8.8%	(4.4%)	(44.9%)	(33.4%)	(33.4%)	(39.4%)		4.9%	15.8%	4.2%
经营利润	(170)	(46)	5	154	103	69	100	(8)	102	230	58	297%	264	300	239
OPM	-21.9%	-4.8%	0.5%	14.8%	10.9%	6.6%	10.1%	-1.4%	16.2%	32.8%	9.1%				
毛利润	5,217	4,547	1,997	5,584	4,672	3,542	5,218	4,943	5,347	6,509	5,354	22%	18,375	24,228	29,916
毛利率	41.0%	35.4%	15.0%	39.2%	36.9%	27.5%	38.2%	36.1%	39.4%	40.4%	37.1%		34.8%	39.2%	42.2%
经调毛利润	5,739	4,966	2,393	6,001	4,961	3,813	5,456	5,180	5,570	6,737	5,657	19%	19,410	25,752	31,322
经调毛利率	45.1%	38.7%	18.0%	42.1%	39.2%	29.7%	40.0%	37.9%	41.0%	41.8%	39.2%		36.7%	40.8%	43.6%
研发费	4,382	4,239	4,049	3,876	3,640	3,684	3,231	3,219	3,375	3,368	3,457	-3%	13,774	13,595	15,045
研发费率	34.4%	33.0%	30.5%	27.2%	28.7%	28.6%	23.7%	23.5%	24.9%	20.9%	24.0%		26.1%	24.2%	21.9%
销售管理费	1,556	1,329	1,383	1,239	1,177	1,144	1,129	1,174	1,038	1,175	1,091	8%	4,624	4,560	6,005
销售管理费率	12.2%	10.4%	10.4%	8.7%	9.3%	8.9%	8.3%	8.6%	7.6%	7.3%	7.6%		8.7%	8.0%	7.3%
经营利润	(1,069)	(1,964)	(9,057)	412	(301)	(3,176)	683	580	(3,136)	1,796	680	164%	(2,214)	2,176	9,776
OPM	-8.4%	-15.3%	-68.2%	2.9%	-2.4%	-24.7%	5.0%	4.2%	-23.1%	11.1%	4.7%		-4.2%	-0.1%	13.1%
经调经营利润	723	24	(2,369)	1,368	690	(503)	1,524	1,205	1,668	2,770	1,619	71%	2,916	9,288	13,055
经调OPM	5.7%	0.2%	-17.8%	9.6%	5.4%	-3.9%	11.2%	8.8%	12.3%	17.2%	11.0%		5.5%	12.1%	18.0%
净利润	(381)	(1,610)	(16,639)	(126)	(821)	(2,918)	4,063	(591)	(3,728)	(11,033)	586		(267)	(7,100)	5,601
净利率	-3.0%	-12.5%	-125.3%	-0.9%	-6.5%	-22.7%	29.8%	-4.3%	-27.5%	-68.4%	4.1%		0.0%	-2.7%	11.1%
经调净利润	759	83	(1,976)	568	580	(441)	1,023	767	1,485	2,197	1,154	90%	1,929	7,449	10,471
经调净利率	6.0%	0.6%	-14.9%	4.0%	4.6%	-3.4%	7.5%	5.6%	10.9%	13.6%	8.0%				
资本开支	(5,970)	(5,682)	(6,458)	(5,834)	(5,183)	(3,550)	(2,425)	(3,488)	(3,636)	(2,556)	(3,843)	-33%	(14,646)	(18,763)	(24,535)
同比	19%	4%	-12%	13%	13%	38%	62%	40%	30%	28%	8.3%				
折旧摊销	2,551	2,569	3,612	2,647	2,674	3,013	2,992	3,027	3,136	3,224	3,055		11,706	12,480	13,390

资料来源：公司官网，彭博，国信证券经济研究所整理测算

Intel 26Q2财报：服务器CPU平均售价增长48%，上修全年资本开支



•分业务梳理：

➤ DCAI数据中心业务增速59%为核心增长引擎，本季度DCAI增速有48%来自于ASP的增长。2026Q2和2026H1服务器CPU ASP分别上涨了48%和38%，即26Q2 DCAI 同比59%的收入增速有48%来自于ASP的增长、8%来自于出货量的增长。ASP提升主要是由于销售的高端产品比例提升所致，而基于需求的定价策略对增长的影响相对较小。

•业绩会指引服务器CPU行业出货量2026-2028年维持强劲双位数年度增速，芯片高核化趋势持续抬升单颗ASP，板块收入增长弹性更强。

•26Q2定制ASIC业务当前年化收入运行率接近20亿美元，同比增长近三倍。业务仍处于早期扩张阶段，中长期目标是实现40亿美元年化收入。整个赛道市场空间超千亿，依托x86架构、自研IP、先进封装形成差异化优势。

➤ PC业务：2026全年PC市场规模预计双位数下滑，主要因为存储涨价、零部件供给受限。

➤ 晶圆代工稳步增长、亏损收窄：工艺上18A-P进入风险量产，Intel 14A规划2027下半年内部产品风险试产，EMIB-T先进封装2027年大规模扩产。

•业绩指引

•26Q3业绩营收指引：营收区间158亿-168亿美元，区间下限超一致预期152亿美元；

•毛利率指引：Q3 Non-GAAP毛利率环比持平，利好因素为不再计提客户端库存减值，拖累因素为18A新品处于量产早期、单位成本偏高；长期随良率爬坡，18A产品将持续拉动毛利上行。

•供需节奏：Q3前半段供给改善有限，晶圆、基板、存储瓶颈显著；产能集中释放于Q3末至Q4，但全年供给仍无法完全覆盖客户订单；服务器芯片紧缺程度高于PC。

•资本开支方面，公司将2026财年资本支出预算上调至200亿美元以上，上调幅度达20亿美元；2026设备投入较2025年提升40%，重点投向Intel3、18A、18A-P节点。2027年资本开支将显著高于2026年，绝大部分资金投向美国本土产线。



目录

- 【 01 】 资本开支、融资租赁与现金流情况
- 【 02 】 云业务增速与拆分
- 【 03 】 谷歌、亚马逊、微软、META、英特尔详细业绩
- 【 04 】 风险提示

风险提示



第一，宏观经济波动。若宏观经济波动，公司业务、产业变革及新技术的落地节奏或将受到影响。

第二，下游需求不及预期。若下游AI需求不及预期，相关的AI研发投入增长或慢于预期，致使行业增长不及预期。

第三，核心技术水平升级不及预期的风险。AI大模型研发进度落后，AIGC相关产业技术壁垒较高，核心技术难以突破，影响整体进度。

第四，AI快速迭代、平权化下竞争加剧，影响云业务利润率。

免责声明



国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032