MATT
INVESTMENT AGENT OS

261021-算力紧缺已被坐实，Meta开支上台阶约有八成概率

2026/10/21 · Vito

10月20日盘后，SpaceX 说它的算力"可以租好几遍"，超微电脑把上季收入预告抬高了约四分之一。需求这一侧的疑问基本答完了。Meta 今晚要回答的是另外两件事：2027年的费用会把每股收益压低多少，以及这轮投入按什么价格借钱。 10月21日盘后 | Meta三季报；微软、谷歌与美联储议息都挤在10月28日

261021--Meta三季报前瞻、SpaceX与超微电脑业绩、CoreWeave多空、2027年资本开支与费用、发债与Muse、费城半导体与纳指方向：算力紧缺已被坐实，Meta开支上台阶约有八成概率，真正的分歧是费用吃掉多少每股收益、谁能用便宜的钱赚到租金差

10月20日盘后，SpaceX 说它的算力"可以租好几遍"，超微电脑把上季收入预告抬高了约四分之一。需求这一侧的疑问基本答完了。Meta 今晚要回答的是另外两件事：2027年的费用会把每股收益压低多少，以及这轮投入按什么价格借钱。

10月21日盘后	7.39%	每瓦30至50美元	约3.2美元
Meta三季报；微软、谷歌与美联储议息都挤在10月28日	10月23日到期平值跨式期权（10/20最后成交）对应的波动幅度	SpaceX称新租算力年化定价略高于该区间上沿	2027年费用每多100亿美元，每股收益约少3.2美元

问题导览

这篇回答六个问题：

1. Meta 10月21日盘后的三季报，市场看什么？财报、指引、电话会的基准各在哪里？
2. SpaceX 三季报、超微电脑业绩预告和 CoreWeave 这几天的多空争议，分别给 Meta 的财报补了什么证据？
3. 资本开支、费用、自由现金流与发债、Muse 四个变量，各自的上行与下行情形和概率是多少？
4. 合起来，Meta 财报次日的反应地图长什么样？
5. Meta 之后，市场会带着哪些问题看微软、谷歌、亚马逊和 CoreWeave、Nebius 的财报？
6. 对费城半导体指数、纳指100ETF（QQQ）和 CoreWeave 有什么方向性指示？

© Matt Investment Agent OS · 仅供 Vito 使用 · 未经授权禁止转载

拆解思路

- 概念界定：资本开支按公司口径，含融资租赁本金；自由现金流＝经营现金流－资本开支。新型云指 CoreWeave（CRWV）、Nebius（NBIS）这类专做算力租赁的公司；云厂商指微软、谷歌、亚马逊、甲骨文。Muse 是 Meta 9月8日发布的个人智能体应用。"每瓦年化收入"指每瓦算力容量一年能收的租金，用来横向比较不同出租方的定价。
- 为什么这样拆：Meta 三季度收入有指引兜底，法律计提已提前公告，报表信息量低。股价对应的是2027年盈利低谷有多深、投入怎么融资。10月20日的两份业绩把"需求够不够"这个问题基本回答了，所以分析重心放在费用、融资成本和租金差的分配上。

子问题	拆成什么	所用数据
市场基准	一致预期口径、法律计提、汇率、期权定价、仓位	Meta 二季报与指引（7/29）、和解公告（8/26）、雅虎聚合一致预期（10/21）、十家卖方前瞻、期权链（10/20）
三条新证据	SpaceX 算力租金与开支、超微电脑出货、CoreWeave 融资与定价	SpaceX 三季报（10/20，8-K）与电话会、超微电脑业绩预告（10/20，8-K）、CoreWeave 二季报与卖方观点
四个变量	资本开支措辞解码、费用弹性、融资缺口与发债规律、Muse 用户与算力	Meta 电话会文字稿（2025年三季度、2026年二季度）、二季度10-Q、发债定价文件、第三方应用数据
反应地图	五个情景×概率×各资产反应	以上数据，加内部模型（10/4版）
传导与指数方向	相关性检验、历史财报日反应、权重、新型云映射	2021年以来23次财报次日行情、60日与126日相关系数、ETF持仓

核心结论

1. **三季度报表本身信息量低。** 收入一致预期634.1亿美元（指引610亿至640亿美元），美银、Truist、德银预计637亿至639亿美元。约100亿美元法律计提让 GAAP 每股收益落在3.7美元附近（美银含计提3.79美元、不含7.08美元），而聚合一致预期5.46美元是含与不含计提的混合数，"不及预期"的标题大概率是口径问题。确定程度：高。
2. **10月20日的两份业绩坐实了算力紧缺，Meta 2027年资本开支表述上台阶（隐含1,950亿美元以上）的概率我给80%。** SpaceX 三季度人工智能业务收入75.6亿美元，四季度资本开支指引350亿至400亿美元，较三季度的196亿美元近乎翻倍，管理层称新租算力定价略高于每瓦30至50美元区间上沿、回本不到一年。超微电脑九月季度收入预告185亿至195亿美元，知识星球：调研纪要更新原指引145亿至155亿美元。表述隐含2,150亿美元以上的概率我给40%，1,950亿至2,150亿美元40%，低于1,950亿美元20%。确定程度：中。
3. **定价点从"花多少"移到"费用吃掉多少每股收益"。** 2027年费用每多100亿美元，每股收益约少3.2美元，是一致预期33.76美元的9.5%。第三方算力在涨价（CoreWeave 7月涨约25%、10月再涨约10%，卖方转述），Muse 推广也在花钱。费用表述隐含2,150亿美元以上的概率我给35%，2,050亿美元以上合计80%，2027年每股收益一致预期大概率下修3%至10%。确定程度：中。
4. **CoreWeave 的争议不在需求，在租金差归谁。** 高盛口径的3至6个月短约约合每瓦每年40美元，汇丰估算 CoreWeave 2027年只有约12美元；它的2031年票据收益率在15%以上，Meta 的超长债票面只有6.45%。紧缺的好处先落在手里有空闲算力、资金又便宜的一方。CoreWeave 与费城半导体60日相关系数0.70，与 Meta 只有0.05，它交易的是融资成本，不是 Meta 的股价。确定程度：中。
5. **自由现金流转负是共识，增量信息在发债条件。** 三季度自由现金流为负的概率我给90%。按2,050亿美元资本开支推算，2027年外部资金需求约780亿美元。前两笔巨额债券都在财报次日定价，这次一周内发债的概率55%。40年期利差是否宽于4月的国债+147个基点，是 AI 信用这轮冲击能否停在新型云那一层的检验。确定程度：中。

© Matt Investment Agent OS · 仅供 Vito 使用 · 未经授权禁止转载

6. **Muse 的上行在用户数，下行在算力和推广成本。** Sensor Tower 10/20 数据：全球下载1,090万，美国日活250万、周环比+15%，14日留存23%；但 Meta 十月作为广告主的投放约39%用于推广 Muse。电话会给出官方用户数的概率65%，付费数20%。确定程度：中低。
7. **反应地图：Meta 涨跌各半、左尾更深；费城半导体偏正面。** 五个情景加权，Meta 次日期望约－1.6%，上涨概率约50%；费城半导体期望约+0.8%，上涨概率约六成；纳指100期望约－0.2%。确定程度：中低。
8. **价格层面"Meta 带动半导体"的传导在数据上不成立**（60日相关系数0.02，126日0.06）。传导走信息：2026年4月30日、7月30日两次 Meta 财报次日跌8%左右，费城半导体反而涨2.26%和8.19%。确定程度：相关性高，方向中。

上面是总结，以下是正文。

一、时间窗：Meta 是10月28日拥堵之前唯一的读数

Meta 10月12日公告，三季报10月21日盘后发布，美东16:30电话会。前一晚 SpaceX 发布三季报、超微电脑发布业绩预告。之后的日程已由公司公告确认：微软、谷歌10月28日盘后，同一天下午美联储公布议息结果（媒体转述日程）；亚马逊10月29日；超微电脑正式财报与 AMD 均为11月3日。CoreWeave、Nebius、英伟达尚未公告日期。

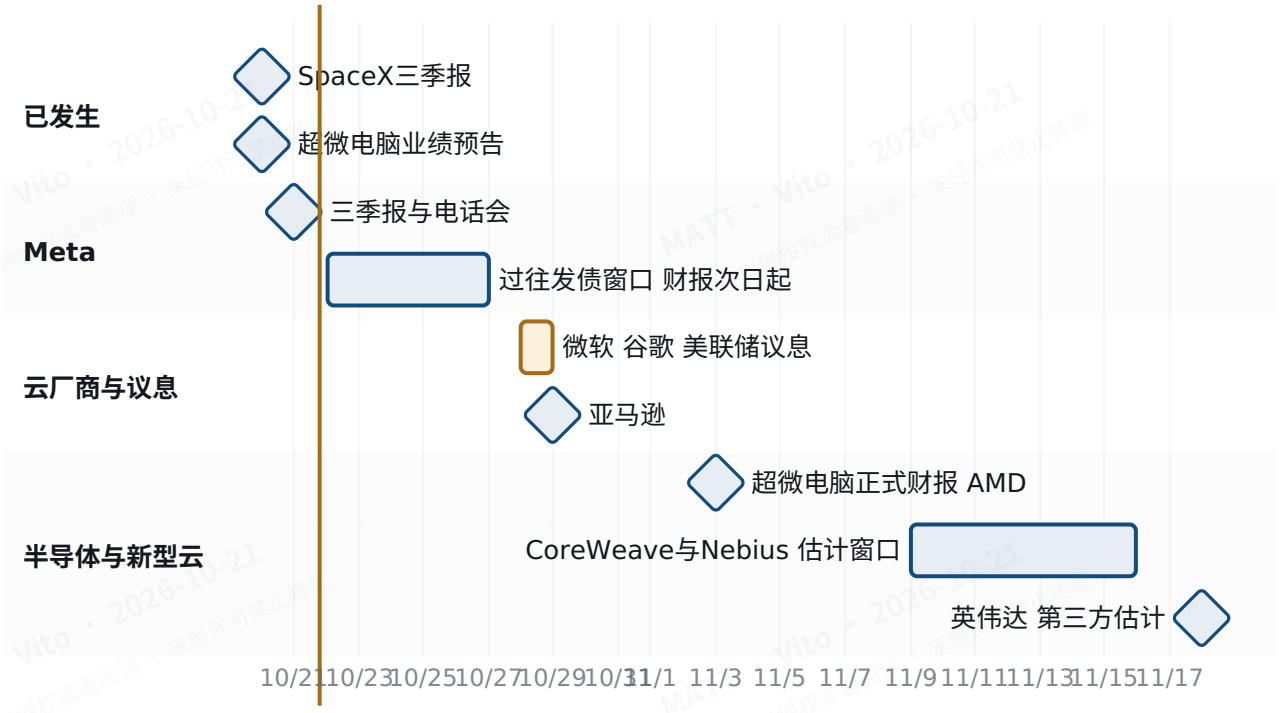


图 1 · Meta 之后的一周里没有别的超大规模云厂商读数，10月28日三件事同日落地，Meta 的开支表述和可能的发债会被单独定价整整一周。资料来源：Meta、SpaceX、超微电脑、微软、谷歌、亚马逊、AMD 公告；CoreWeave、Nebius、英伟达为第三方日历估计。

这个"单独"窗口放在以往并不常见。2024年10月以来 Meta 的8次财报，微软次日涨跌幅绝对值都在2.9%以上（从行情推断两家基本同晚发布，2026年7月29日那次已由微软确认同日）。换句话说，过去市场看到的"Meta 财报日半导体怎么走"，里头一直混着微软的信息，这次才算把两家拆开。

© Matt Investment Agent OS · 仅供 Vito 使用 · 未经授权禁止转载

二、三条新证据：SpaceX、超微电脑、CoreWeave

1. SpaceX：算力租金在涨，紧缺至少延续到2027年

项目	数字	来源档位
三季度收入	145.75亿美元，同比+161%；市场预期约127亿美元	公司公告；预期为媒体转述
超级智能（AI）分部收入	75.60亿美元，其中算力与解决方案70.22亿美元（二季度21.94亿美元）	公司公告
AI 分部经营利润率	5.7%（含 Cursor 收购相关股权激励12.17亿美元）	公司公告，本次计算
铭牌算力容量	9月末1.7吉瓦（6月末1.4吉瓦）；10月末约2.2吉瓦，年末2.5至3吉瓦	公司公告；后两项为电话会
三季度资本开支	195.9亿美元，其中 AI 164.4亿美元	公司公告
四季度资本开支指引	350亿至400亿美元	电话会
2027年一季度收入指引	330亿至370亿美元；雅虎口径一致预期245亿美元（7家），中值高出43%	电话会；一致预期为聚合口径
新租定价	略高于每瓦30至50美元区间上沿，新部署回本不到一年，续约价格更高	电话会（第三方文字稿）
合同结构	偏好短约、按现货价出租；自用与出租目标约各半	电话会
盘后股价	由147.79美元升至约159.70美元（+8.1%）	行情数据

对 Meta 的含义有三层。 第一，需求侧的疑问基本答完：SpaceX 说超大规模云厂商和几十家小公司都在追着租它的算力，"可以租好几遍"，紧缺"会持续很久"，2027年还要新增约10吉瓦（马斯克的目标，不是公司指引）。这抬高了 Meta 2027年资本开支表述上台阶的概率。第二，机会成本被放大：如果出租算力一年内回本，Meta 暂停向 Anthropic 出租（《华尔街日报》约10月9日报道，二手转述，Meta 未评论）的代价就更高，富国估算约50亿美元转售收入损失，电话会上会被追问"自用的回报是否高于出租"。第三，成本侧压力：SpaceX 也在抢英伟达的货和电力，Meta 买第三方算力和建设的单位成本不会便宜。

泼冷水。 SpaceX 三季度算力与解决方案收入按平均装机倒算，约合每瓦每年18.1美元（剔除 Cursor 约16.6美元），远低于它说的新签价格，说明大部分收入还是存量合同。它的 AI 分部 GAAP 经营利润率只有5.7%，"回本不到一年"是现金口径，不是会计利润。更多调研加q：935139387

2. 超微电脑：九月季度的服务器出货大超预期

超微电脑10月20日盘后发布未经审计的业绩预告：九月季度收入185亿至195亿美元，原指引145亿至155亿美元，市场预期约150亿美元；毛利率12.0%至12.5%，原指引10.4%至10.8%。公司给的原因是"AI 平台需求增加"和"客户与产品结构"。没有给每股收益，没有更新全年指引（仍为650亿至720亿美元），客户结构要等11月3日。盘后涨11%至16%（不同媒体口径），戴尔、慧与跟涨3%至6%。

这里有两层意思。九月季度 AI 服务器实际交付远超指引，意味着超大规模云厂商和新型云三季度的资本开支落地很快，Meta 三季度资本开支大概率不低（单一来源的一致预期为416.8亿美元，对应自由现金流约－85.2亿美元，未经核实）。另一头则要留意提前交付的问题：如果全年指引不动，后三个季度平均只有153亿至177亿美元，低于一季度的190亿美元中值。11月3日要么上调全年，要么等于承认一季度把后面的量透支了。

© Matt Investment Agent OS · 仅供 Vito 使用 · 未经授权禁止转载

3. CoreWeave：争议不在需求，在租金差归谁

	多方	空方
代表观点	高盛10/19上调至买入，目标价106美元（媒体对目标价有两种转述）	汇丰10/19至20维持减持，目标价39美元
定价	3至6个月短约约每兆瓦4,000万美元；7月提价约25%、10月再提约10%	2027年每兆瓦收入约1,200万美元，超大规模云厂商1,700万至1,800万美元
回报与融资	市场高估了它的资金成本；英伟达黄仁勋10/15称其资金成本在下降	2026至2030年平均投入资本回报率8.9%，低于借款成本；净负债由2026年末469亿美元升至2030年920亿美元
合同	积压订单约1,042亿美元，三季度初又新增超过250亿美元；98%收入来自照付不议合同	前三大客户占二季度收入72%；首批合同约五年后到期，客户可能自建
现金流	—	二季度收入25.75亿美元，折旧摊销13.93亿美元（54%），经营现金流6.79亿美元，购置固定资产64.22亿美元

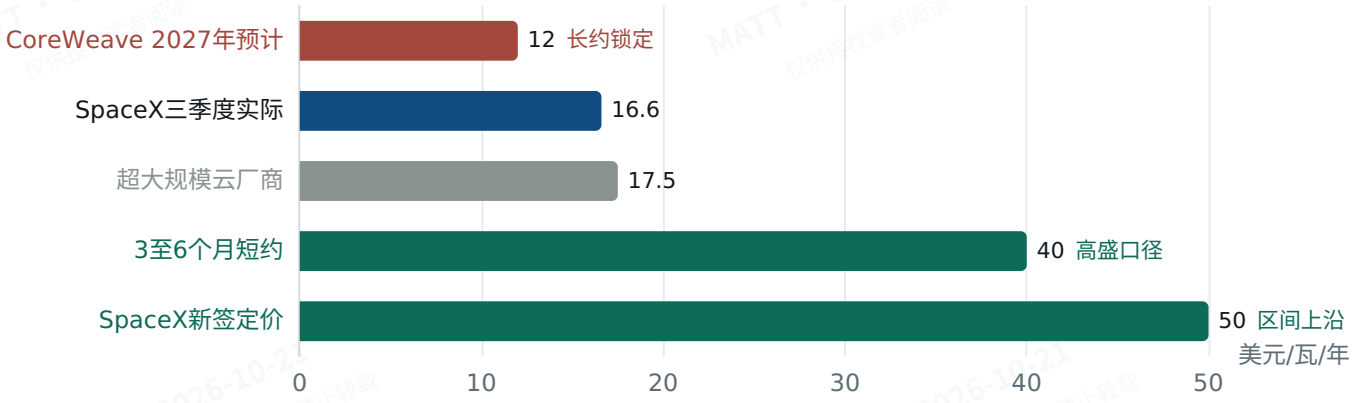
（注：二季度财务数字来自公司8月11日公告；其余为卖方观点或媒体转述。）

市场给出的反应比较直接。CoreWeave 10/20收盘62.13美元，较10月2日下跌30.67%，盘中一度触及57.24美元；2031年票据10/14低点78美分（收益率16.39%），10/19收益率回到15.13%；五年期信用违约互换10/15盘中创1,194.5个基点纪录（媒体转述）；SpaceX 和超微电脑公告后盘后约+4.6%。卖空占流通股13.1%（9/30），散户净买入创纪录（媒体转述）。

口径	每瓦年化收入（美元）	来源档位
CoreWeave 2027年预计	12	汇丰估算
SpaceX 三季度实际（剔除 Cursor）	16.6	本次计算，基于公司公告
超大规模云厂商	17.5	汇丰估算（1,700万至1,800万美元每兆瓦取中值）
3至6个月短约	40	高盛估算（每兆瓦约4,000万美元）
SpaceX 新签定价	50	公司电话会（"略高于30至50美元上沿"）

MATT · Vito · 2026-10-21 仅供授权读者阅读 · 未经许可禁止转载

新签短约租金是 CoreWeave 存量口径的三到四倍，紧缺的租金差先落在有空闲算力、资金又便宜的一方



紧缺本身没有争议，问题在于 CoreWeave 的大部分容量已经按旧价长期锁给了客户，它能按现货价出售的只有新增部分，而它借钱的成本是 Meta 的两倍多。

（注：各方"每瓦"的分母口径不同，SpaceX 用铭牌容量，"年化"是按电话会用法推断，只适合比较量级，不适合算精确差额。）

落到 Meta 的财报上，这件事有两面。Meta 手里约352亿美元的 CoreWeave 合同（2025年9月约142亿、2026年4月约210亿美元）是按旧价锁定的长约，现货越贵，这些合同对 Meta 越划算；同时 Meta 自己就是潜在的现货卖方（7月电话会说"收到很多报价，价格显著高于我们的买入成本"）。所以电话会上，Meta 说"继续外采第三方算力"对 CoreWeave 是正面，说"正式对外出售算力"对 CoreWeave 是负面。

确定程度：中。SpaceX 与超微电脑的数字是公司一手；CoreWeave 的定价与回报数字主要是卖方估算。

三、市场基准：三季度没有悬念，口径有陷阱

市场基准：三季度没有悬念，口径有陷阱:内部模型

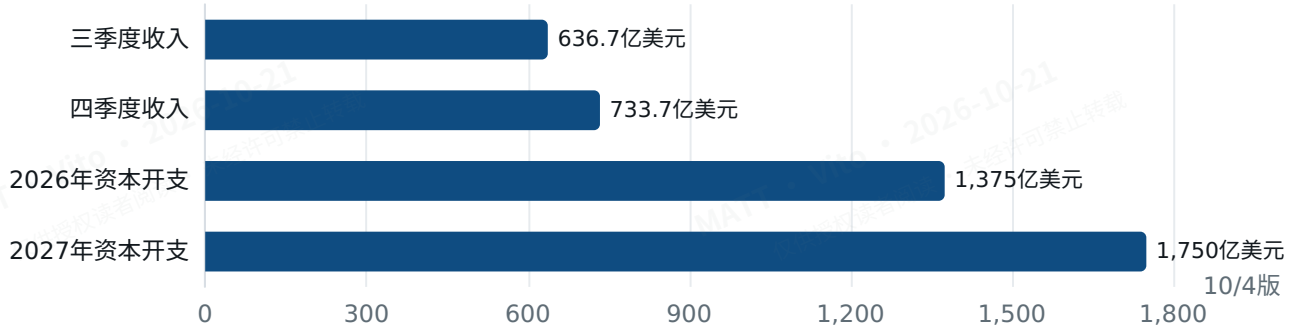


图 3 · 内部模型各项对比。数据来源：本报告表格（系统按表自动出图）。

项目	公司指引	一致预期（雅虎，10/21）	卖方前瞻	内部模型（10/4版）
三季度收入	610亿至640亿美元	634.1亿美元（49家）	美银638亿、Truist 639亿、德银637亿（媒体转述）	636.7亿美元
三季度每股收益	未给	5.46美元（44家，区间2.61至7.64）	美银含计提3.79、不含7.08	GAAP 3.66／剔除计提6.92

© Matt Investment Agent OS · 仅供 Vito 使用 · 未经授权禁止转载

项目	公司指引	一致预期（雅虎，10/21）	卖方前瞻	内部模型（10/4版）
四季度收入	待给	737.5亿美元（47家，+23.1%）	美银预计指引715亿至745亿	733.7亿美元
2026年资本开支	1,300亿至1,450亿美元	1,389亿美元（10/4科目级）	美银预计收窄至1,400亿至1,450亿	1,375亿美元
2027年资本开支	未给	约1,930亿至1,950亿美元	1,900亿至2,430亿美元	1,750亿美元
2027年每股收益	未给	33.76美元（54家）	富国31至32美元（媒体转述）	30.39美元

先看每股收益的口径问题。公司8月26日公告与52个州及属地检察长和解：约180亿美元十年分期，约127亿美元无条件支付，三季度计提约100亿美元法律费用，"不在二季度给出的费用区间内"。按16%税率，税后约每股3.26美元，和美银从7.08美元下调到3.79美元的幅度对得上。聚合一致预期过去7天从6.17美元降到5.46美元，就是更多分析师把计提算进去了。机器标题写"不及预期"，没有信息量。

四季度指引是收入侧唯一的真风险。四季度至10月20日美元指数均值102.11，去年四季度98.98，强3.2%；欧元兑美元1.1224，去年四季度1.1639，跌3.6%。欧洲约占 Meta 广告收入24%（二季度140.9亿／593.6亿美元），汇率拖累比三季度大。和解协议里青少年每日两小时默认上限、午夜至早六点默认停用已在8月27日获批执行，对美国青少年展示量是净拖累，公司没量化。美银预计指引中值730亿美元，低于一致预期737.5亿美元。

至于"全年经营利润高于2025年"的承诺。2025年经营利润832.8亿美元，上半年已实现416.5亿美元；计入100亿美元计提后，内部模型下半年只有360.8亿美元。公司8月只说"其余指引区间不变"，大概率改成"剔除计提后"的口径，影响小但会被问。

估值与仓位方面。10月20日收盘694.25美元，对应2027财年市盈率20.6倍（一致预期33.76美元）、2028财年17.6倍（科目级一致预期39.47美元，10/4）。比10月13日收盘762.50美元跌8.95%，Muse 行情（9月8日613.00美元至9月24日777.59美元）的涨幅已回吐约一半。10月23日到期平值跨式期权（行权价695美元）10/20最后成交约51.32美元，对应7.39%；扣掉正常交易日的波动，单纯财报事件约6.6%；第三方统计口径±6.9%。2021年以来23次财报次日收盘涨跌幅绝对值平均10.09%，最近8次平均7.42%，最近16次里12次实际波动超过隐含波动。Cboe 称科技股财报期权风险溢价接近历史高位、个股保护性买盘集中在超大规模云厂商（媒体转述），大家是带着对冲进场的。

四、资本开支：听措辞，不是听数字

先回顾公司过去的说法。2025年10月29日三季度电话会，财务长 Susan Li 说"2026年资本开支的美元增量将明显大于2025年"、"总费用增速将显著快于2025年"，并提到"自建基础设施并与第三方云服务商签约"，次日股价跌11.33%。2026年7月29日二季度电话会她说"目前不提供2027年资本开支的具体展望"，计划"以最大化2026和2027年容量为目标"，"近期容量比远期容量更有价值"。

措辞本身需要解码。2026年指引中值1,375亿美元，比2025年实际722.2亿美元多653亿美元（+90%）。

© Matt Investment Agent OS · 仅供 Vito 使用 · 未经授权禁止转载

资本开支：听措辞，不是听数字:我给的概率

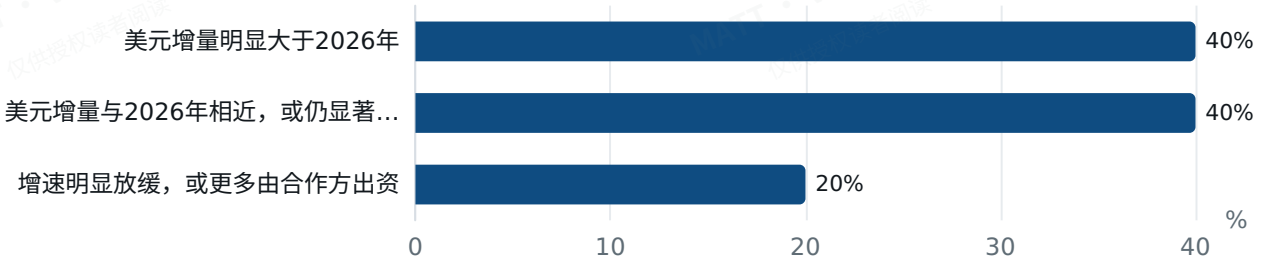


图 4 · 我给的概率各项对比。数据来源：本报告表格（系统按表自动出图）知识星球：调研纪要更新

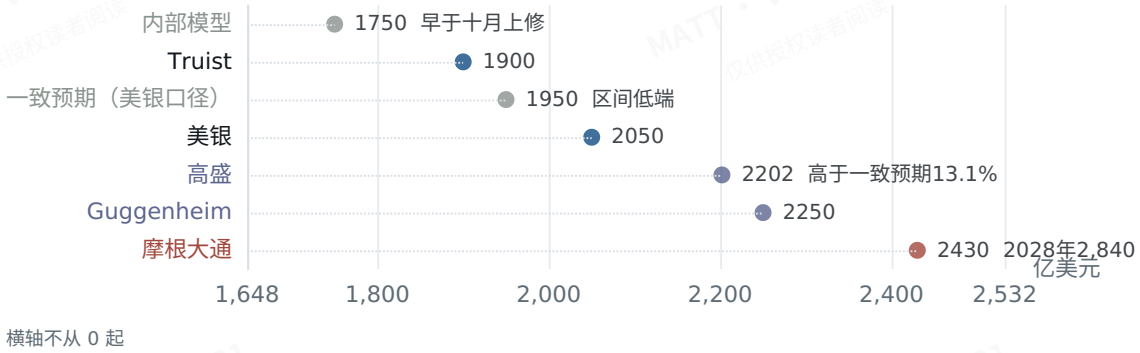
可能的表述	隐含2027年资本开支	我给的概率	Meta 股价	费城半导体
美元增量明显大于2026年	2,150亿美元以上	40%	负面（现金流再恶化）	正面
美元增量与2026年相近，或"仍显著增长"	1,950亿至2,150亿美元	40%	中性	中性偏正
增速明显放缓，或更多由合作方出资	1,950亿美元以下	20%	正面	负面

上沿给到40%的依据：SpaceX 证明现货算力供不应求且价格上行，"近期容量更有价值"的逻辑更硬；超微电脑九月季度出货大超指引；Meta 宁可放弃出租也要自用；Evercore 预计 Meta 会给出"高于市场"的定性表述，美元增量约700亿美元；截至6月末尚未起租的租约2,789.9亿美元，7月又新签约680亿美元。下沿留20%：公司强调"服务器决策可以等到评估2028年需求时再做"，El Paso 合资（贝莱德出资80%）说明它愿意把投入挪到表外。

机构	2027年资本开支估计（亿美元）	日期与来源档位
内部模型	1,750	10/4，早于十月上修
Truist	1,900	10/18，媒体转述
一致预期（美银口径）	1,950	10/16，卖方引述
美银	2,050（由1,920上调）	10/16，媒体转述
高盛	2,202（高于一致预期13.1%）	10/14，媒体转述
Guggenheim	2,250（由2,030上调）	10/16，媒体转述
摩根大通	2,430（2028年2,840）	9月，媒体转述

© Matt Investment Agent OS · 仅供 Vito 使用 · 未经授权禁止转载

卖方对2027年资本开支的分歧有530亿美元，一致预期站在区间低端



需要区分两组数字：结构化一致预期是旧数，前瞻是新数，股价对着的是新数。"美元增量与2026年相近"在一致预期里是超预期，在前瞻里只是符合。

2026年本身：上半年资本开支509.2亿美元，指引意味着下半年790.8亿至940.8亿美元。下限上调的概率我给65%（超微电脑的出货是旁证），维持30%，上限突破1,450亿美元5%。这是确认项，不是定价项。

确定程度：中。最大的不确定是公司只给"更大"这类无数字表述，留到1月再给区间（StoneX 也这么预期）。

五、费用：每股收益的真正变量

资本开支对2027年每股收益的直接影响很小：内部模型里2027年资本开支每少10%，每股收益只多0.24美元，因为折旧滞后两个季度才进利润表。决定2027年每股收益的是费用：折旧（内部模型2027年431亿美元，比2026年多59%；摩根士丹利口径从约315亿美元升到约590亿美元，媒体转述）、人工智能人才、第三方云与代币成本、Muse免费层推理和推广。

第三方云这一项因为算力涨价变得更重。Meta 二季度费用增长里已列出"第三方云支出"和"第三方 AI 代币成本"，而高盛、Rosenblatt 转述 CoreWeave 7月、10月两次提价，SpaceX 说续约价格更高。Meta 的存量长约受保护，新增外采会按新价。

对账：100亿美元×（1－16%）÷26.12亿股＝每股约3.2美元，是一致预期33.76美元的9.5%。按一致预期2027年收入3,071亿美元套不同费用粗算：

费用：每股收益的真正变量:经营利润率

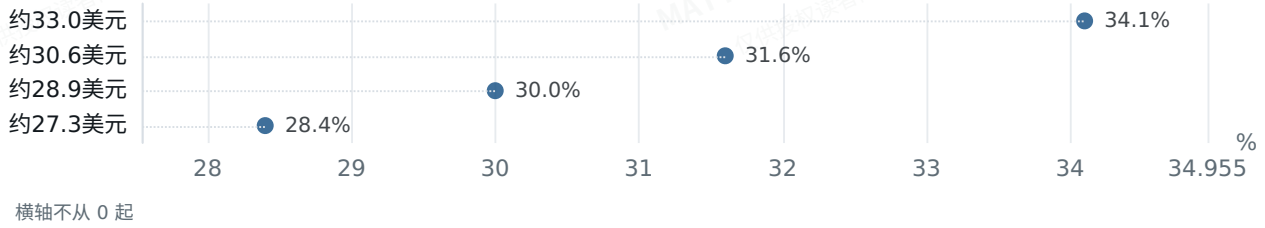


图 5 · 经营利润率各项对比。数据来源：本报告表格（系统按表自动出图）。

2027年总费用	经营利润率	每股收益（粗算）	对应口径
2,025亿美元	34.1%	约33.0美元	一致预期隐含（富国引述约2,020亿美元）

© Matt Investment Agent OS · 仅供 Vito 使用 · 未经授权禁止转载

2027年总费用	经营利润率	每股收益（粗算）	对应口径
2,100亿美元	31.6%	约30.6美元	富国下沿
2,150亿美元	30.0%	约28.9美元	富国上沿
2,200亿美元	28.4%	约27.3美元	单一转译来源的买方口径中段，置信度低

（注：营业外净支出21.1亿美元、税率16%、摊薄股本26.12亿股取自内部模型2027年假设；一致预期隐含营业外约为零，所以第一行略低于33.76美元。）

概率：费用表述隐含2,150亿美元以上35%，2,050亿至2,150亿美元45%，2,050亿美元以下20%。前两档合计80%，意味着2027年每股收益一致预期大概率下修3%至10%。摩根士丹利10/19把2027年费用上调1%，同时因 Muse 与企业订阅把"支付及其他"收入上调10亿美元，2027年 GAAP 每股收益只上调1%（媒体转述），说明卖方在用新收入对冲新费用，费用口径一旦被公司抬高，这个对冲就不够了。内部模型（10/4版）2027年每股收益30.39美元，比一致预期低10.0%，方向与富国一致；它的资本开支假设已低于所有卖方，但每股收益结论受资本开支影响小，方向我维持采用。

确定程度：中。这是 Meta 次日下跌情景的主要来源。

六、自由现金流与发债：融资条件是新信息

现金流。 二季度经营现金流318.6亿美元，资本开支310.8亿美元，自由现金流7.84亿美元，少于当季13.5亿美元股息。上半年回购为零，员工持股代扣税87.0亿美元。三季度100亿美元计提不付现，内部模型经营现金流约342亿美元，资本开支超过这个数自由现金流就为负。超微电脑的出货让我把三季度自由现金流为负的概率放在90%。

按内部模型2027年经营现金流1,532亿美元：

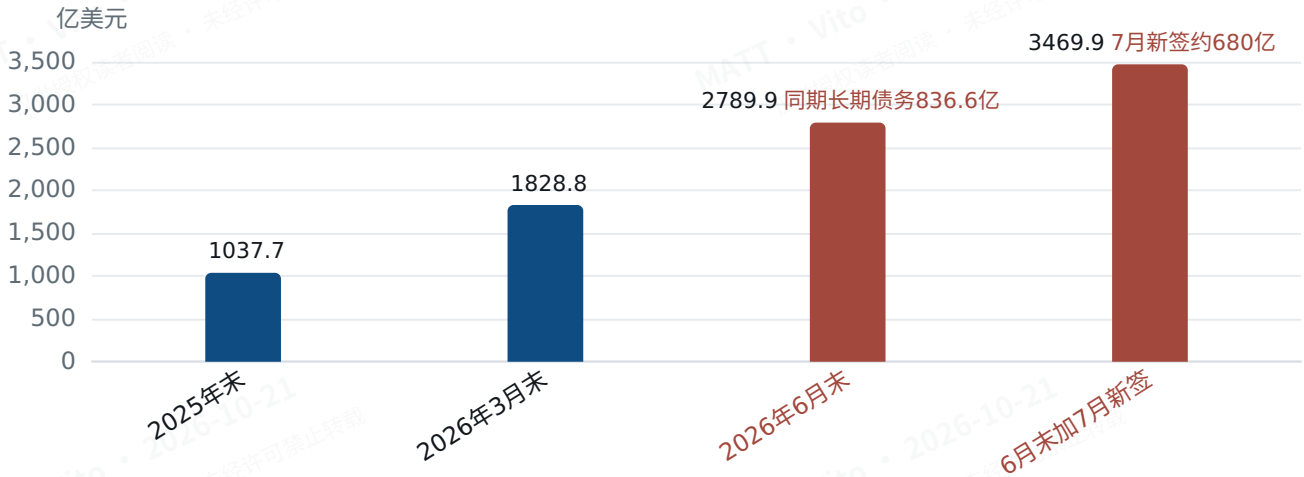
2027年资本开支	自由现金流	加股息与代扣税后的外部资金需求
1,950亿美元	约－418亿美元	约676亿美元
2,050亿美元	约－518亿美元	约776亿美元
2,200亿美元	约－668亿美元	约926亿美元
2,430亿美元	约－898亿美元	约1,156亿美元

表外。 二季度10-Q：6月末尚未起租的租赁义务2,789.9亿美元，7月新签约约680亿美元（2027至2028年起租，期限18至20年）；不可撤销合同承诺3,493.1亿美元，"主要是第三方云容量安排"和服务器、网络、数据中心投资，其中2027年到期816.5亿美元。Hyperion 剩余价值担保门槛约280亿美元，El Paso 最高约130亿美元。

时点	尚未起租的租约（亿美元）	来源档位
2025年末	1,037.7	公司年报
2026年3月末	1,828.8	公司一季度10-Q
2026年6月末	2,789.9	公司二季度10-Q
6月末加7月新签	3,469.9	10-Q 披露的7月新签约680亿美元，加总为本次计算

© Matt Investment Agent OS · 仅供 Vito 使用 · 未经授权禁止转载

尚未起租的租约半年增加约1,750亿美元，已是表内长期债务的三倍多

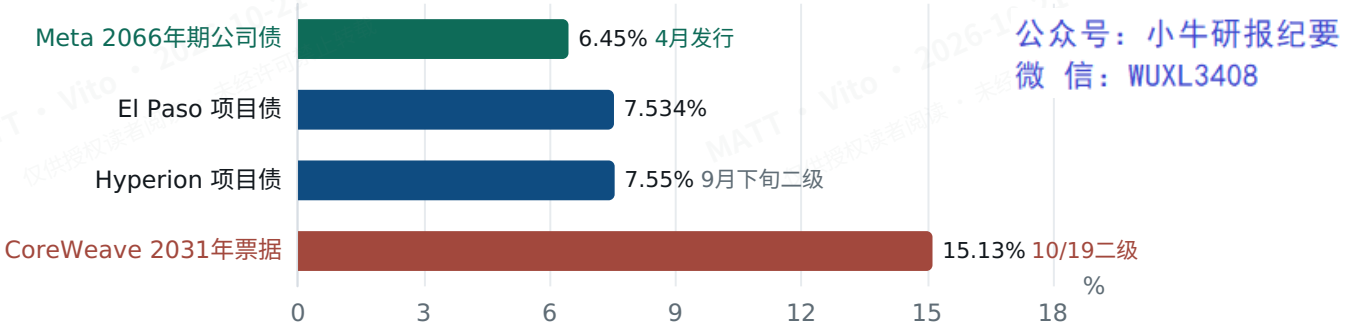


> **Meta 的杠杆不在资产负债表里，在租约附注里。评级机构把租约当债务看。**

发债规律与成本阶梯。 两笔巨额债券都在财报次日定价：2025年10月30日300亿美元（2065年期票面5.75%，国债利差+110个基点），2026年4月30日250亿美元（2066年期票面6.45%，+147个基点），订单簿从约1,250亿美元降到约960亿美元。7月二季报后没发公司债，改发了 El Paso 项目债。截至10/20，Meta 没有新的债券发行文件。

融资工具	收益率或票面	日期	来源档位
Meta 2066年期公司债（发行票面）	6.45%	2026-04-30	公司发行文件
El Paso 项目债（发行票面）	7.534%	2026-07-27	媒体转述
Hyperion 项目债（二级）	7.55%	2026-09-28	媒体转述
CoreWeave 2031年票据（二级）	15.13%	2026-10-19	媒体转述

同样是给数据中心借钱，Meta 与 CoreWeave 的成本差了约8.7个百分点



> **算力紧缺时，租金差归资金便宜的一方。Meta 的发债条件决定这个成本阶梯的底部在哪里。**

情形	定义	我给的概率	对 AI 信用的含义
财报后一周内发公司债	250亿至350亿美元，美元投资级	55%	看条件，见下

© Matt Investment Agent OS · 仅供 Vito 使用 · 未经授权禁止转载

情形	定义	我给的概率	对 AI 信用的含义
年内再做项目融资或合资	类似 Hyperion、El Paso	40%	表外杠杆继续上升
股权融资	增发或可转债	5%以下	若发生，是2027年盈利低谷被坐实的信号

分界线：上行信号是订单簿不低于约1,000亿美元、40年期利差不宽于4月的+147个基点；下行信号是订单簿低于800亿美元、40年期利差宽于+165个基点，或新发行让价超过15个基点（2026年超大规模云厂商中位数12个基点，2025年只有2.25个基点）。qq：935139387前者会缓和新型云的融资恐慌，后者会把它带进投资级。

确定程度：中。依据是两次先例和资金缺口；不确定在于二季度后公司选了项目债，且当前信用环境下推迟发行的成本也不低。

七、Muse：上行在用户数，下行在算力与推广成本

公司口径的事实。 9月8日发布，独立应用加 WhatsApp 入口，每个用户分配专属云端虚拟机。消费版分免费、每月20美元、每月100美元三档（路透转述）。10月12日发布 Muse Wonder 系列，模型接口每百万输入／输出词元4美元／20美元（科技媒体核实）。Meta One 9月16日披露"累计1,500万订阅与试用"，未拆分。

第三方口径（Meta 未披露）。 Sensor Tower 10/20：全球下载1,090万，其中美国1,020万；美国日活250万（10/16首次达到），10/11至10/17周环比+15%；九月安装用户的7日留存30%、14日留存23%。同期 ChatGPT 美国下载近30天比前30天少25%。但同一份数据显示，Meta 十月作为广告主的投放约39%用于推广 Muse，增长里有付费拉新的成分。

卖方估算。 杰富瑞：2027年底10亿用户×3%付费＝年化108亿美元；花旗：2030年超过270亿美元；Truist：2030年增量收入285亿美元；德银：2030年最多占收入8%（约360亿美元），低情形24亿美元；摩根士丹利10/19把2027、2028年"支付及其他"收入上调10亿、20亿美元。美银、杰富瑞都认为有意义的变现要到2028年。

算力。 一位独立分析师测算（经 TMTB 9/28转述）：1亿日活约需1吉瓦算力。按现在约250万美国日活，Muse 当下吃掉的算力很小，但它是 Meta 放弃出租算力的理由，而 SpaceX 的定价让这个选择的机会成本看得见了。

Muse：上行在用户数，下行在算力与推广成本:我给的概率

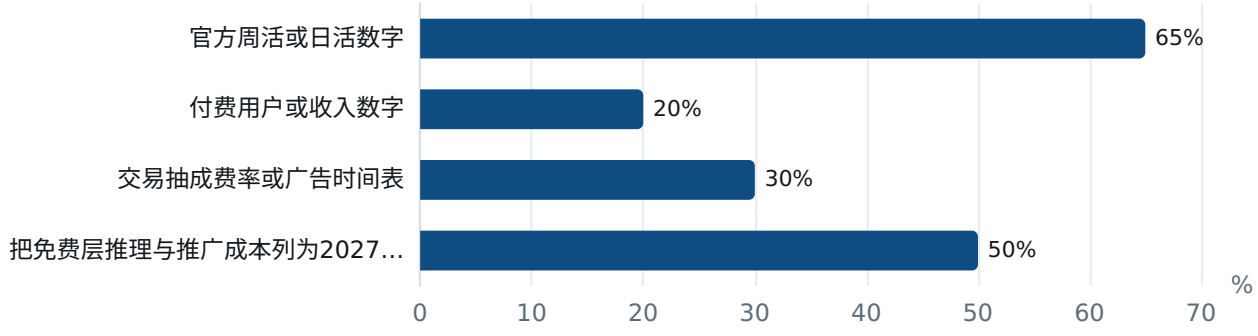


图 6 · 我给的概率各项对比（跨度以数量级计）。数据来源：本报告表格（系统按表自动出图）。

可能的披露	我给的概率	上行或下行
官方周活或日活数字	65%	若高于第三方口径（含 WhatsApp 入口），上行
付费用户或收入数字	20%	上行，但数字大概率很小

© Matt Investment Agent OS · 仅供 Vito 使用 · 未经授权禁止转载

可能的披露	我给的概率	上行或下行
交易抽成费率或广告时间表	30%	上行，2028年变现路径更清楚
把免费层推理与推广成本列为2027年费用增长来源	50%	下行，并入第五节的费用问题

信息簿工作判断的处理。 平台信息簿里与本题相关的工作判断（10/7至10/20记录，未经独立复核）：Meta"Muse 变现主要影响2028年每股收益、方向向上、低确信"，与美银、杰富瑞一致，方向采纳，不采纳数值；Meta"算力由外租转自用，2027年每股收益有下行风险"，与富国50亿美元估算方向一致，作为第五节费用下行的佐证，不重复计入；SpaceX"三季度 AI 收入高于模型、每股收益向上"，已被10/20实际数验证（AI 分部收入75.60亿美元，远高于该判断设的42亿美元门槛），只作背景；CoreWeave"2027年每股收益受融资成本拖累、低确信"，与汇丰观点同向，我采纳为方向，不量化。"网络光互连试点"与 CoreWeave 软件平台两条与本次财报无关，不采用。

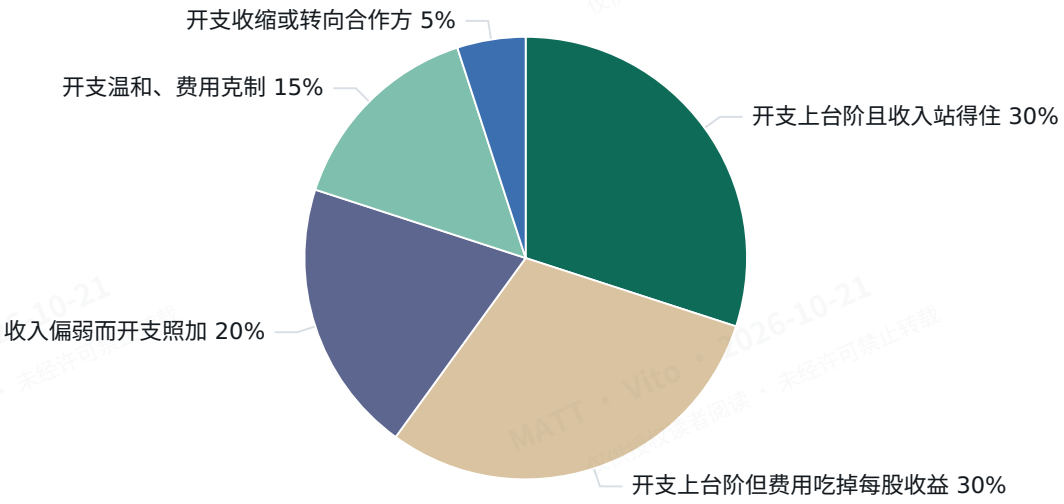
确定程度：中低。Muse 对这次财报是情绪变量，对2028年是盈利变量。

八、反应地图：五个情景

情景	定义	概率	Meta 次日	费城半导体	新型云	纳指100
一、开支上台阶且收入站得住	2027年资本开支表述隐含1,950亿美元以上，四季度指引中值不低于735亿美元，Muse 给出用户数	30%	+3%至+8%	+2%至+4%	+5%至+10%	+0.5%至+1%
二、开支上台阶但费用吃掉每股收益	2027年费用表述隐含2,150亿美元以上，或资本开支2,300亿美元以上并伴随大额发债	30%	－6%至－10%	+1%至+3%	－3%至+5%	－0.5%至－1%
三、开支温和、费用克制	2027年资本开支表述低于1,950亿美元或"增速明显放缓"	15%	+3%至+7%	－2%至－4%	－5%至－10%	0至+0.5%
四、收入偏弱而开支照加	四季度指引中值低于725亿美元	20%	－8%至－12%	－1%至+1%	－2%至+3%	－1%至－1.5%
五、开支收缩或明确转向合作方出资	2027年资本开支持平或更多放进合资与租赁	5%	+5%至+10%	－4%至－6%	－10%以下	0左右

© Matt Investment Agent OS · 仅供 Vito 使用 · 未经授权禁止转载

情景概率：资本开支上台阶的三个情景合计80%



> **对半导体，五个情景里两个是好消息、一个中性；对 Meta，涨跌各半，但跌的那一半更深。**

按区间中值加权：Meta 次日期望约－1.6%，上涨概率约50%；费城半导体期望约+0.8%，上涨概率约六成；新型云期望约+0.8%，但离散度最大；纳指100期望约－0.2%，视为零。

概率怎么来的：资本开支三档（40%、40%、20%）切出"上台阶"80%与"不上台阶"20%；四季度指引中值不低于735亿美元约30%、725亿至735亿美元约45%、低于725亿美元约25%（德银预计上沿约740亿至745亿美元，日期未核实）；再按费用分布切出情景一与情景二。这是本次分析的主观判断，不是模型输出。

两点要说明。第一，10/20盘后戴尔、英伟达、CoreWeave 已经因 SpaceX 和超微电脑上涨，"需求好"这部分对半导体已部分计价，情景一、二里半导体的上行空间不宜外推。第二，泼冷水：Meta 的上行靠情景一和情景三。情景三要求公司主动收缩开支，与"最大化2026与2027年容量"的表述相反，又是在 SpaceX 说算力"租好几遍"的背景下，概率只有15%；情景一要求三件事同时成立，最脆弱的是四季度指引，汇率拖累和青少年使用限制都在四季度第一次完整体现。

© Matt Investment Agent OS · 仅供 Vito 使用 · 未经授权禁止转载

九、Meta 之后：新型云和云厂商会被问什么

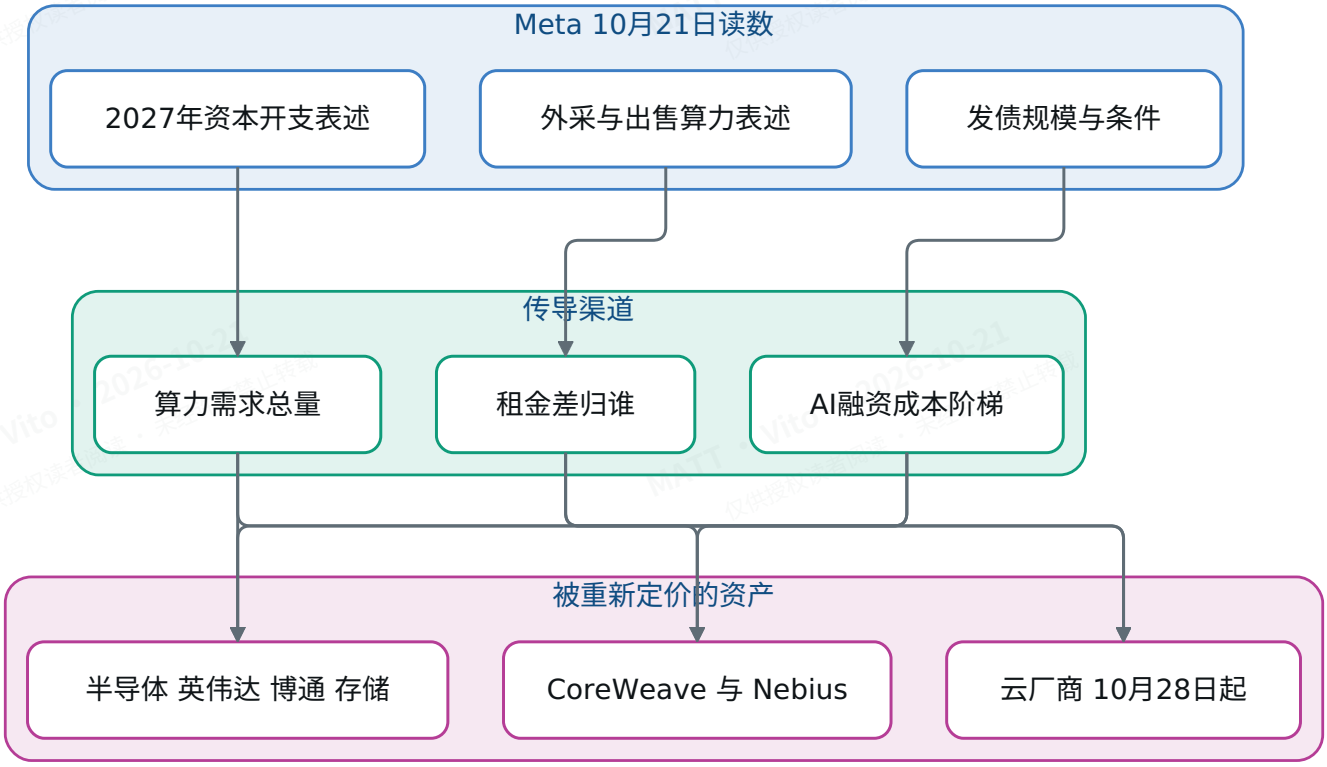


图 2 · 需求总量这条线已被 SpaceX 和超微电脑提前确认，Meta 能提供的新信息集中在后两条：租金差归谁、融资成本阶梯的底部在哪；新型云同时挂在这两条上，所以离散度最大。资料来源：作者绘制。

新型云。 一份买方前瞻（CMS 投资通讯，10/20）把 Meta 的2027年资本开支映射到新型云：低于1,850亿美元或不给表述，CoreWeave、Nebius 大跌；1,900亿至2,050亿美元，修复性反弹；高于2,100亿美元且 Meta 继续外采，上涨；若 Meta 正式对外出售算力，跑输。我同意这个方向，但要加一层：CoreWeave 与费城半导体60日相关系数0.70、126日0.51，与 Meta 只有0.05和0.01，它对 Meta 的反应会通过"半导体加信用"间接传导，而不是跟着 Meta 的股价走。Nebius 与 CoreWeave 的60日相关系数0.85，可以视为同一因子。

另一个背景：媒体转述的 Anthropic 招股文件草稿显示，其云合同约4,500亿美元，谷歌约1,110亿、亚马逊约1,100亿、微软约310亿美元，Meta 不在名单里，和暂停出租的报道一致。Anthropic 的算力缺口去了云厂商，这是10月28日至29日云厂商财报的加分项。

云厂商。

Meta 给出的读数	微软、谷歌（10/28）、亚马逊（10/29）会被追问	新型云（11月中旬，未公告）会被追问
2027年资本开支美元增量	2027年是否同样"显著高于"2026年；资本开支占经营现金流比例	积压订单能否转成2027年收入
外采第三方云、对外出售算力	云收入里大客户结构；Anthropic 缺口落到谁家	Meta 合同是否加码；Meta 是否成为现货供给方
第三方算力涨价进入费用	云业务提价能力与续约价格（SpaceX 称续约更高）	存量长约按旧价锁定，新增容量能否按新价签
折旧与费用增速	折旧年限会计可比性（微软数据中心年限由15年延长到25年）	折旧约占收入一半，减值风险

© Matt Investment Agent OS · 仅供 Vito 使用 · 未经授权禁止转载

Meta 给出的读数	微软、谷歌（10/28）、亚马逊（10/29）会被追问	新型云（11月中旬，未公告）会被追问
发债规模与让价	融资结构：债务、股权、合资	15%以上的高收益债与可转债再融资
Muse 用户与推理需求	消费级智能体对推理与 CPU 的拉动	推理型负载在需求结构里的占比

确定程度：中。新型云映射来自单一买方通讯，Anthropic 合同名单是媒体转述，都只作方向参考。

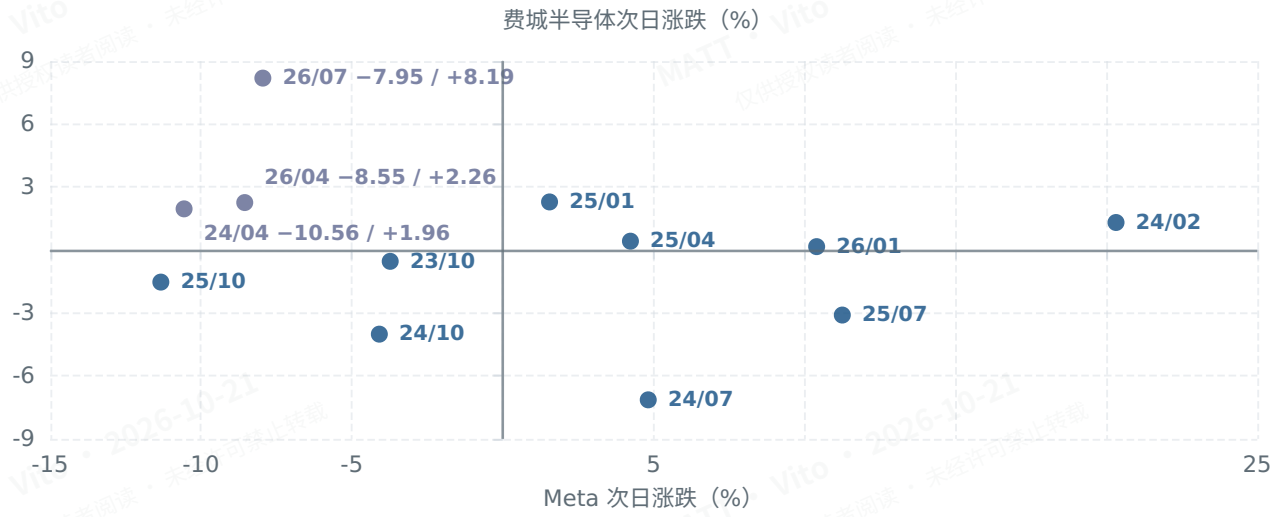
十、费城半导体与纳指100：传导走信息，不走价格

先看价格层面的相关性。截至10月20日，Meta 与费城半导体指数日收益相关系数，近60日为0.02，近126日为0.06；与纳指100ETF的对应数值是0.22和0.25。两组都远低于0.4，说明“Meta 涨，半导体和纳指跟着涨”的说法在价格数据上找不到支撑。再看财报次日，2021年以来23次样本中，Meta 与费城半导体的相关系数为0.22，同向比例61%；与纳指100的相关系数0.62，弹性系数0.10，大体对应 Meta 动10%、纳指100动1%的关系。

财报日	Meta 次日	费城半导体次日	纳指100ETF次日	CoreWeave 次日	微软次日
2023-10-25	−3.73%	−0.54%	−1.91%	—	−3.75%
2024-02-01	+20.32%	+1.31%	+1.69%	—	+1.84%
2024-04-24	−10.56%	+1.96%	−0.48%	—	−2.45%
2024-07-31	+4.82%	−7.14%	−2.42%	—	−0.30%
2024-10-30	−4.09%	−4.01%	−2.52%	—	−6.05%
2025-01-29	+1.55%	+2.29%	+0.43%	—	−6.18%
2025-04-30	+4.23%	+0.42%	+1.31%	+7.31%	+7.63%
2025-07-30	+11.25%	−3.10%	−0.53%	+10.92%	+3.95%
2025-10-29	−11.33%	−1.53%	−1.53%	−6.34%	−2.92%
2026-01-28	+10.40%	+0.16%	−0.60%	−6.12%	−9.99%
2026-04-29	−8.55%	+2.26%	+0.93%	−2.27%	−3.93%
2026-07-29	−7.95%	+8.19%	+3.30%	+21.51%	+15.51%

MATT · Vito · 2026-10-21 仅供授权读者阅读 · 未经许可禁止转载

Meta 财报日涨跌对半导体的指示很弱，2026年两次 Meta 下跌时半导体反而上涨



左上角三个紫点实际上提示了一个更值得注意的现象：Meta 因资本开支超预期而下跌的晚上，半导体往往在涨。也就是说，Meta 的股价方向本身并不决定半导体的方向，真正有信息含量的是 Meta 对开支的口径。

（注：表中多数场次微软同晚或相邻发布，2026年7月30日费城半导体的+8.19%里微软的贡献无法剥离。）

权重方面。Meta 在纳指100ETF中占3.26%，按隐含波动7.39%折算，对纳指的直接贡献约0.24个百分点，方向指示意义有限；10月28日微软、谷歌和议息会议同日落地，纳指的方向更多取决于那一天。半导体一侧，iShares 半导体ETF（SOXX，跟踪口径与费城半导体指数不完全相同）前五大持仓为英特尔9.59%、AMD 9.28%、美光7.93%、英伟达7.39%、博通6.77%，英特尔加 AMD 合计约19%。Muse 的用户数走势还会提供一条“智能体拉动 CPU 需求”的叙事渠道。

位置层面。10月20日收盘，费城半导体报11,283.81点，低于50日均线12,028.56点，高于200日均线10,638.38点，距6月22日高点14,634.72点回撤22.9%。10月2日以来累计下跌14.10%，同期 CoreWeave 跌30.67%、Nebius 跌29.39%、超微电脑跌25.68%、戴尔跌17.83%。纳指100ETF收717.63美元，低于50日均线726.20美元，高于200日均线674.72美元。这一轮 AI 硬件的下跌主要来自融资成本与仓位因素，盈利预测并未下调。SpaceX 和超微电脑补上的是需求端，Meta 能补的是融资成本这一侧，前提是它的发债条件够好。

十一、方向判断与观察点

费城半导体指数：偏多，置信度低。 依据：Meta 2027年资本开支表述上台阶的概率约八成，五个情景里两个对半导体是好消息、一个中性，上涨概率约六成；SpaceX 与超微电脑已经确认九月季度和四季度的需求落地；结构化一致预期1,930亿至1,950亿美元低于多数前瞻，Meta 只要说出“美元增量与2026年相近”就构成超预期。置信度只给低，是因为10/20盘后需求的好消息已部分计价，指数层面的主导变量仍是十年期美债与 AI 信用，Meta 的发债条件可能把开支的好消息抵掉。失效条件：Meta 的2027年资本开支表述落在“增速明显放缓”或“转向合作方出资”；或 Meta 发债时40年期利差宽于国债+165个基点、订单簿低于800亿美元；或费城半导体收盘跌破200日均线10,638.38点。时间窗：10月21日至10月29日亚马逊财报。

纳指100ETF：中性，置信度低。 依据：Meta 权重3.26%、财报次日弹性系数0.10、情景加权期望约－0.2%；10月28日微软、谷歌、议息同日落地，权重与信息量都远大于 Meta。失效条件：Meta 单日涨跌超过10%且10月28日微软、谷歌同向确认，方向改由三家合力决定。时间窗同上。

© Matt Investment Agent OS · 仅供 Vito 使用 · 未经授权禁止转载

Meta 自身：中性偏弱，置信度低。 依据：期望约－1.6%、上涨概率约50%但左尾更深；最可能的下行是2027年费用表述把每股收益一致预期压低3%至10%，最可能的上行是 Muse 官方用户数加收入指引站稳。股价694.25美元在20日均线731.87美元下方、50日均线659.23美元上方，期权市场已为财报付出接近历史高位的风险溢价。失效条件：四季度收入指引中值不低于740亿美元，且2027年费用表述不超过2,100亿美元，则转为偏多。时间窗：10月21日至10月29日。

CoreWeave：中性，置信度低。 依据：Meta 开支上台阶和继续外采对它是正面，但它的股价跟着费城半导体和自己的信用走（60日相关0.70），存量长约按旧价锁定，现货涨价的好处它只能拿到新增部分，而借钱成本在15%以上。失效条件：Meta 明确继续签第三方云、且 Meta 新债40年期利差不宽于+150个基点，转为偏多；Meta 正式对外出售算力，或 Meta 新债40年期利差宽于+165个基点，转为偏空。时间窗：10月21日至 CoreWeave 三季报（预计11月中旬，公司未公告）。

观察哨还是那一个：Meta 下一笔公司债40年期的国债利差。4月是+147个基点。宽出20个基点以上，半导体从资本开支里拿到的好消息会被融资成本吃回去；持平或收窄，CoreWeave 那条15%的收益率曲线才有往下走的理由。

#美股美债# #AI# #半导体# #外资研报#

数据来源

- Meta Platforms：《2026年第二季度业绩》新闻稿（2026-07-29），三季度收入、费用、资本开支与税率指引，二季度收入、经营利润、自由现金流、现金与债务；《2026年第二季度电话会文字稿》（2026-07-29），2027年资本开支不给具体展望、最大化2026与2027年容量、出售算力报价、融资结构表述；《2025年第三季度电话会文字稿》（2025-10-29），“美元增量明显大于2025年”的措辞先例；《与两党州检察长的协议》（2026-08-26，08-27更新），180亿美元十年付款与三季度约100亿美元计提、青少年使用限制；投资者关系三季报日程公告（2026-10-12）。
- 美国证监会文件：Meta 2026年第二季度10-Q（2026-07-30），尚未起租租约、7月新签约、不可撤销承诺、剩余价值担保；Meta 债券定价文件（2025-10-30、2026-04-30）；SpaceX 三季报（8-K，2026-10-20），收入、分部收入、铭牌算力、资本开支、经营现金流；SpaceX 招股书及6月补充文件，Anthropic 与谷歌算力合同条款；超微电脑2027财年一季度业绩预告（8-K，2026-10-20）及2026财年10-K，收入与毛利率预告、全年指引、客户集中度；CoreWeave 二季报（2026-08-11），收入、折旧摊销、经营现金流、固定资产购置。
- SpaceX 三季度电话会（2026-10-20，Motley Fool 文字稿）：每瓦30至50美元定价、回本期、短约策略、四季度资本开支与2027年一季度收入指引、算力容量目标。
- 美银（2026-10-16，经 Proactive Investors、IBTimes 转述）：三季度收入与每股收益、四季度指引、2027年资本开支2,050亿美元与一致预期1,950亿美元；Truist（10/18）、高盛（10/14）、Guggenheim（10/16）、摩根大通（9/10、9/24）：2027年资本开支估计；富国银行（10/6、10/14）：2027年费用与50亿美元转售损失；Evercore（10/19，雅虎财经）；StoneX（10/19）；摩根士丹利（10/19，经媒体转述）：目标价820美元、费用与“支付及其他”收入调整；德银（10/20，雅虎财经）：三季度收入637亿美元、Muse 2030年占比。
- 高盛（2026-10-19，经 Benzinga 转述）：CoreWeave 上调至买入、短约每兆瓦约4,000万美元与两次提价；汇丰（2026-10-19至20，经 BigGo 转述）：CoreWeave 减持、投入资本回报率、每兆瓦收入与净负债路径；摩根大通（2026-10-20）：银行敞口与延迟提款贷款；PitchBook 经晨星（2026-10-16）、路透：CoreWeave 票据价格与收益率；ICE 经媒体（2026-10-15）：违约互换；《财富》（2026-10-16）：积压订单与照付
仁勋（2026-10-15，TheNextWeb）。
- Sensor Tower（2026-10-20，经 PPC Land 转述）：Muse 下载、日活、留存与推广投放占比
透）、花旗（10/6）、Truist（10/18）：Muse 收入估算；《华尔街日报》（约10/9，经二手
Anthropic 出租算力；Anthropic 招股文件草稿（经《华尔街日报》转述，10/20）：云合同名



© Matt Investment Agent OS · 仅供 Vito 使用 · 未经授权禁止转载

（9/28）：日活与算力的独立测算；CMS 投资通讯（10/20）：Meta 资本开支与新型云映射；Cboe（10/20，经市场简报转述）：科技股财报期权风险溢价。

- 投知日报《META Q3财报前瞻：能否突破800美元》（2026-10-14，转译自美国机构前瞻，原作者未具名）：买方2027年口径参考。
- Alphabet 投资者关系（2026-10-06）、微软（2026-10-07）、亚马逊、AMD（2026-10-06）财报日程公告；EarningsWatcher（2026-10-16）：Meta 事件隐含波动与历史统计。
- 雅虎财经行情与一致预期（截至2026-10-20收盘，一致预期为10/21读数）：股价、均线、期权最后成交、相关系数、ETF持仓、一致预期与目标价；科目级一致预期（MarketScreener，2026-10-04，经内部模型引用）。
- 内部模型：Meta 财务模型 v3.3（数据截至2026-10-04）；信息簿工作判断（2026-10-07至10-20记录）。

数据局限与说明

数据局限

- 多家卖方观点只见媒体转述：高盛对 Meta 与 CoreWeave 的目标价各有两种版本，本文只引用其估计值与方向；富国约2,500亿美元的2027年资本开支估计只有单一来源，未采用；德银四季度指引上沿与伯恩斯坦三季度估计日期未核实。
- “Meta 暂停向 Anthropic 出租算力”与 Anthropic 招股文件草稿的云合同名单均为二手转述，公司未确认，只作方向判断，相关结论置信度相应下调。
- Muse 下载、日活、留存与推广投放占比均为第三方估算，Meta 未披露；“十月投放39%用于推广 Muse”的统计口径（是否含 Meta 自有广告位）未说明。
- SpaceX 2027年一季度收入指引对应的一致预期只有雅虎7家分析师口径；其“每瓦30至50美元”的时间基准（是否年化）电话会未明说，本文按其以往用法推断；三季度客户集中度要等10-Q。
- 超微电脑为未经审计的业绩预告，没有每股收益与客户结构，完整数据要到11月3日。
- CoreWeave 每兆瓦收入、投入资本回报率、净负债路径为卖方估算；其三季报日期未公告；10月卖空数据尚未发布。
- Meta 三季度资本开支一致预期（416.8亿美元）来自单一低可信度来源，只作旁证；Meta 十月的债券利差与违约互换未取得具体读数。
- 期权数据为10月20日最后成交价（盘后无买卖报价），10月21日盘中会变化；谷歌以外的新型云与英伟达财报日期为第三方估计。

方法与口径

- 资本开支、自由现金流按公司口径（资本开支含融资租赁本金）；每股收益区分 GAAP 口径与剔除一次性项目口径。
- 情景与各变量概率为本次分析的主观判断，依据为公司历史措辞、十家卖方前瞻分布、10月20日两份业绩、汇率与历史财报日行情。
- 事件隐含波动：用11月20日与12月18日到期期权的期限结构倒推基础波动率约34%，从10月23日到期跨式期权中扣除正常交易日波动，得到事件部分约6.6%。
- 每瓦年化收入：SpaceX 三季度实际值＝算力与解决方案收入（剔除 Cursor 6.08亿美元）×4÷季初季末平均铭牌容量（1.55吉瓦）；各来源分母口径不同，只比较量级。

© Matt Investment Agent OS · 仅供 Vito 使用 · 未经授权禁止转载

- 2027年每股收益粗算沿用一致预期收入3,071亿美元，营业外、税率、股本取内部模型2027年假设；外部资金需求＝自由现金流缺口＋股息约54.5亿美元＋员工持股代扣税约204亿美元。
- 相关系数用日收益计算，截至2026年10月20日；历史财报日样本取2021年1月以来23次，次日为收盘对收盘，多数场次微软同晚或相邻发布，无法分离。
- 内部模型（v3.3，数据截至10月4日）距今17天，未包含十月卖方上修、Muse Wonder 发布和10月20日两份业绩；本文只沿用其每股收益方向与线下项假设。

时间：2026/10/21 13:56:27 · 研究人：Vito

注：本报告由 Matt Investment Agent OS（AI 辅助）生成，仅供内部研究参考，不构成投资建议。

© 2026 Matt Investment Agent OS · 版权所有，未经授权请勿外传。