人工智能行业专题：2026Q3海外大厂CapEx和ROIC总结梳理

行业研究 · 行业专题

计算机·人工智能

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：熊莉
021-61761067
xiongli1@guosen.com.cn
S0980519030002

联系人：侯睿
hourui3@guosen.com.cn

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

摘要

- **云厂商资本开支及业绩情况复盘。**回顾三季度微软、亚马逊、谷歌及Meta数据，云厂商资本开支维持高位且明确指引2027年继续大幅增加，其中亚马逊、谷歌维持全年资本开支指引不变（亚马逊Q3单季大幅超预期），Meta上调全年指引下限，微软由于部分第三方算力交付延期致单季资本开支低于预期，但实质AI基础设施投入并未收缩且预计Q4重回500亿美元以上并进一步加速。业绩方面，微软收入利润均超预期，亚马逊、谷歌整体收入基本符合预期但净利润略低于预期（谷歌主要受SpaceX等非经常性股权投资亏损拖累，Meta受一次性诉讼和解费用影响），但各家核心云业务（Azure、AWS、谷歌云）及Meta广告收入均超市场预期且呈加速增长态势。
- **云收入及ROIC情况。**2026Q3，受前期高基数效应消退及资本开支扩张影响，各大厂ROIC普遍回落：谷歌、亚马逊、Meta、微软的ROIC分别为3.43%、2.82%、2.82%、6.89%，分别环比下降13.90、7.27、2.08、0.35个pct（同比亦分别下降5.37、2.44、5.52个pct，微软同比提升0.52个pct）。净利润方面，2026Q3，微软、谷歌、亚马逊、Meta合计实现净利润933.44亿美元，受上季度高基数影响，合计净利润同比下降11.64%，环比下降58.76%，同环比增速均由正转负。
- **风险提示：**AI应用落地不及预期、市场需求不及预期、行业竞争加剧、宏观经济波动。

目录

01 云厂商资本开支及业绩情况复盘

02 云收入及ROIC情况

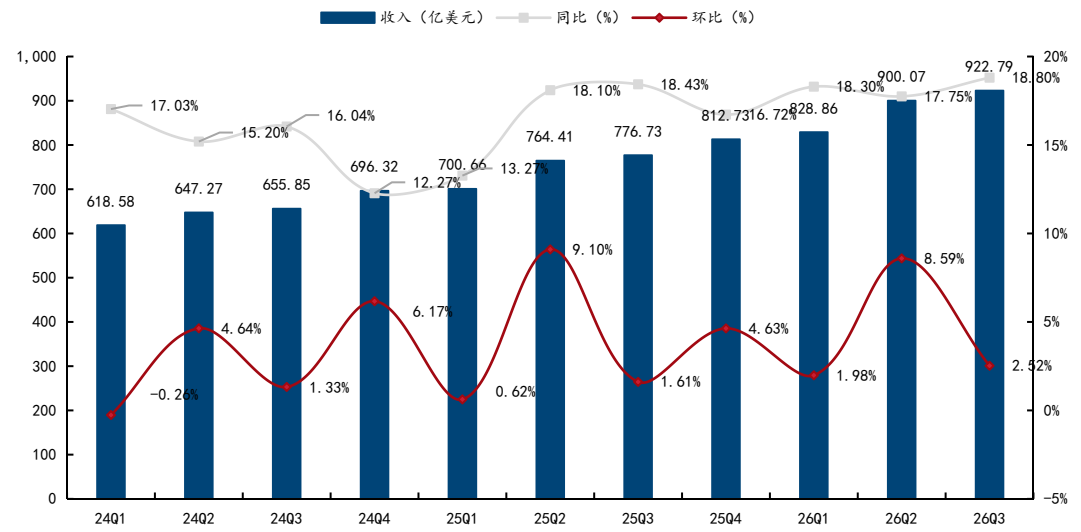
03 风险提示

微软：营收净利均超预期，Azure加速增长

- **FY27Q1（自然年26Q3）**微软实现总收入922.79亿美元，同比增长19%，高于此前一致预期的906.31亿美元；净利润364.22亿美元，同比增长18%，EPS为4.89美元，同比增长18%。本季度整体毛利率67.79%，同比下降约1.26pct，主要受到收入结构向Azure倾斜及AI基础设施投入的影响；营业利润率提升至49.76%，同比提升约0.89pct，主要得益于收入增长、平台效率提升及费用控制。营业费用同比仅增长6%，低于收入增速，体现较强的经营杠杆。

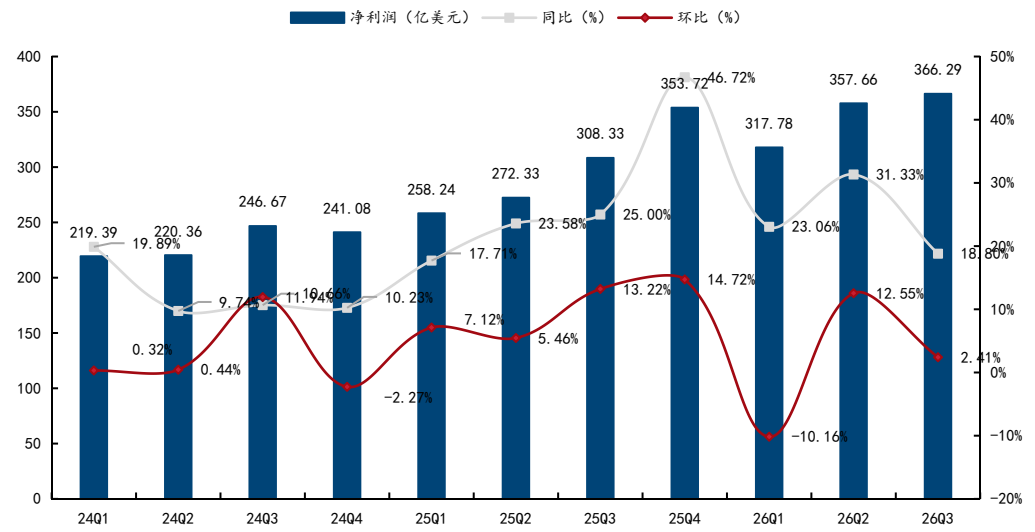
- **Azure增速提升至48%，Foundry增长超预期，Copilot日活跃用户数环比增长近50%。**FY27Q1Azure收入331.65亿美元，同比增长48%，高于一致预期的322.50亿美元，较上季度42%的增速提升6pct。本季度Azure强劲增长主要来自Foundry业务快速扩张、GPU资源池效率提升、CPU闲置容量商业化以及单位Token收入提高。**Copilot：**Copilot日活跃用户数环比增长近50%，同比增长超过5倍。自7月以来，自动化任务数量几乎翻了一番，且90%的Copilot查询使用了Auto模式。拥有超过5万个Copilot付费席位的客户数量同比增长超过8倍。**GitHub Copilot方面，**过去6个月，智能体生成的Pull Request数量增长了6倍，目前平台上超过三分之一的Pull Request由智能体发起。

图：微软单季度收入情况



资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

图：微软单季度净利润情况



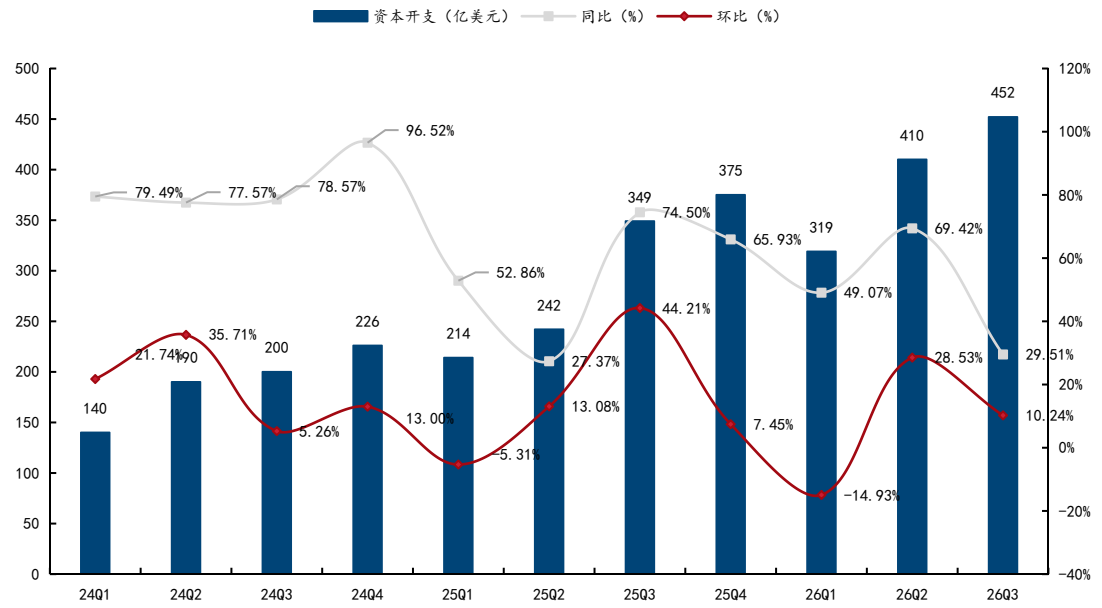
资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

微软：26Q3资本开支维持高位，自由现金流仍为正

- **资本开支452亿美元，低于此前超过500亿美元的指引，主要由于第三方算力交付延期：**FY27Q1微软资本开支452亿美元，同比增长约30%，环比增长约10%，较此前超过500亿美元的指引下限少至少48亿美元。管理层明确表示，资本开支低于预期主要由于部分原计划在Q1交付的第三方算力容量发生延期，而非公司主动削减AI基础设施投资。

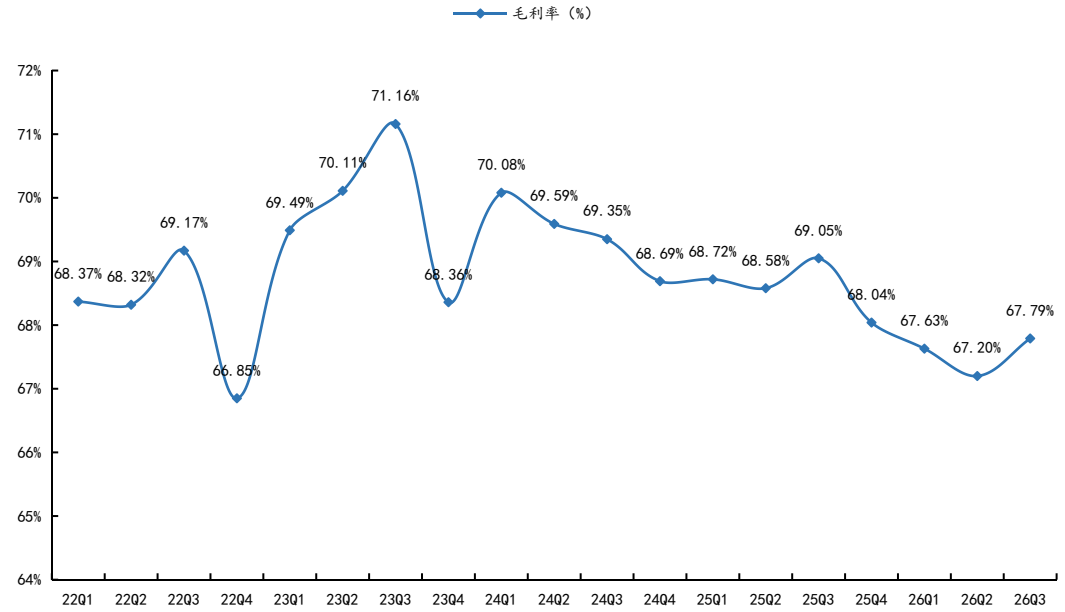
- **本季度经营现金流580亿美元，同比增长29%，自由现金流186亿美元，同比下降约27%，主要受到现金资本开支大幅增加的影响。**管理层预计FY27Q2资本开支将超过500亿美元，并在FY27下半年进一步加速，主要来自CPU、GPU采购以及此前延期的第三方算力交付。自然年2026年资本开支预期约1700亿美元，公司继续预计FY27全年自由现金流为正，并表示未来可能根据融资成本和市场条件使用租赁、债务等融资工具。

图：微软资本开支（季度均为自然年季度，26Q1=微软FY26Q3，单位：亿美元）



资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

图：微软整体毛利率持续下滑



资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

微软：修改财报披露口径

- **顺应AI重塑业务边界趋势，自FY27起三大业务分部重组为两大板块，使Azure更聚焦纯算力消费：**自FY27起，微软将原三大分部重组为“智能体与基础设施”和“设备与消费者”，旨在将上层AI应用智能体、模型系统与底层算力架构协同管理，并首次直接披露各核心业务季度绝对收入。具体调整中，原计入Azure的GitHub云及Security Copilot划入M365商业云，使Azure更纯粹反映按量算力消费；原独立披露的LinkedIn被拆分，分别与Dynamics365合并为“行业解决方案”，以及并入“搜索与广告”业务。

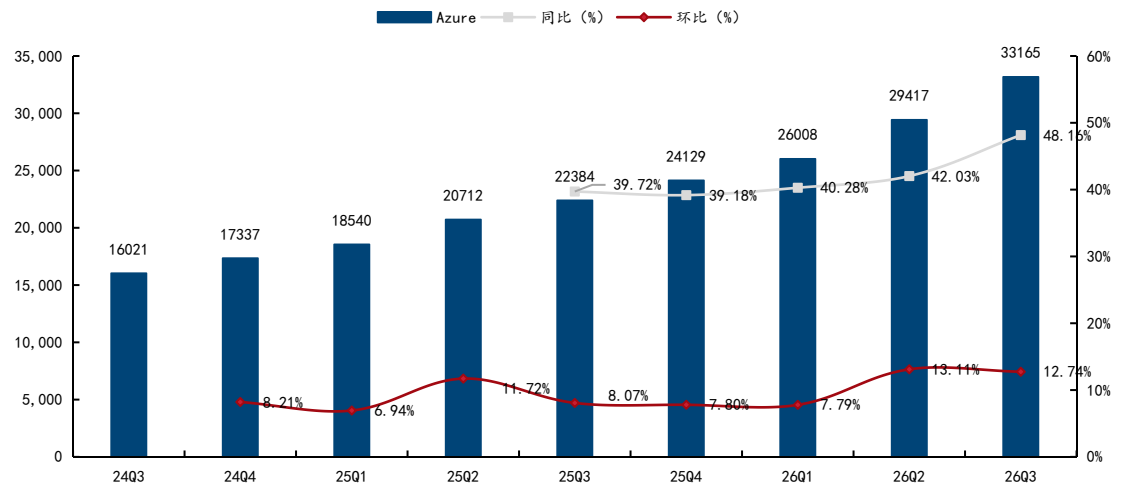
- **重述后FY26Azure与M365云收入均突破千亿美元，各核心业务指引仅作微调：**按新口径重述后，FY26“智能体与基础设施”营收2681亿美元（占总营收81%），营业利润1364亿美元，其中Azure与M365云全年收入分别达1019亿和1003亿美元；“设备与消费者”营收637亿美元，营业利润189亿美元。受口径调整影响，重述后FY26Azure营收增速由原口径的41%微调至40%，M365商业云增速由17%上调至18%。

图：微软新口径分类

FY26 Investor Metrics	FY27 Investor Metrics
Commercial; Intelligent Cloud; Productivity & Business Processes	**Agents and Infra**
Commercial bookings growth	Commercial bookings growth
Commercial remaining performance obligation	Commercial remaining performance obligation
Microsoft Cloud revenue and revenue growth	Microsoft Cloud revenue and revenue growth
Microsoft Cloud gross margin percentage	Microsoft Cloud gross margin percentage
Azure and other cloud services revenue growth	Azure revenue growth
Microsoft 365 commercial cloud revenue growth	Microsoft 365 commercial cloud revenue growth
Microsoft 365 commercial seat growth	Microsoft 365 commercial seat growth
Microsoft 365 consumer cloud revenue growth	Microsoft 365 consumer cloud revenue growth
Dynamics 365 revenue growth	Industry solutions cloud revenue growth
LinkedIn revenue growth	
More Personal Computing	**Devices and Consumer**
Search advertising revenue (ex TAC) growth	Search and advertising revenue (ex TAC) growth
XBOX content and services revenue growth	XBOX content and services revenue growth
Windows OEM and devices revenue growth	Windows OEM and devices revenue growth

资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

图：微软Azure单季度营收及增长率（单位：百万美元、%）



资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

微软：分部门营业利润

- **Agents and Infrastructure（智能体与基础设施）**：FY27Q1收入767.95亿美元，同比增长25%；营业利润405.58亿美元，同比增长24%，营业利润率约53%，同比小幅下降，主要受到收入结构向Azure倾斜的影响。该部门整合Azure、Microsoft365Cloud、行业解决方案、传统软件授权及支持服务，是微软AI平台和企业云业务的核心。

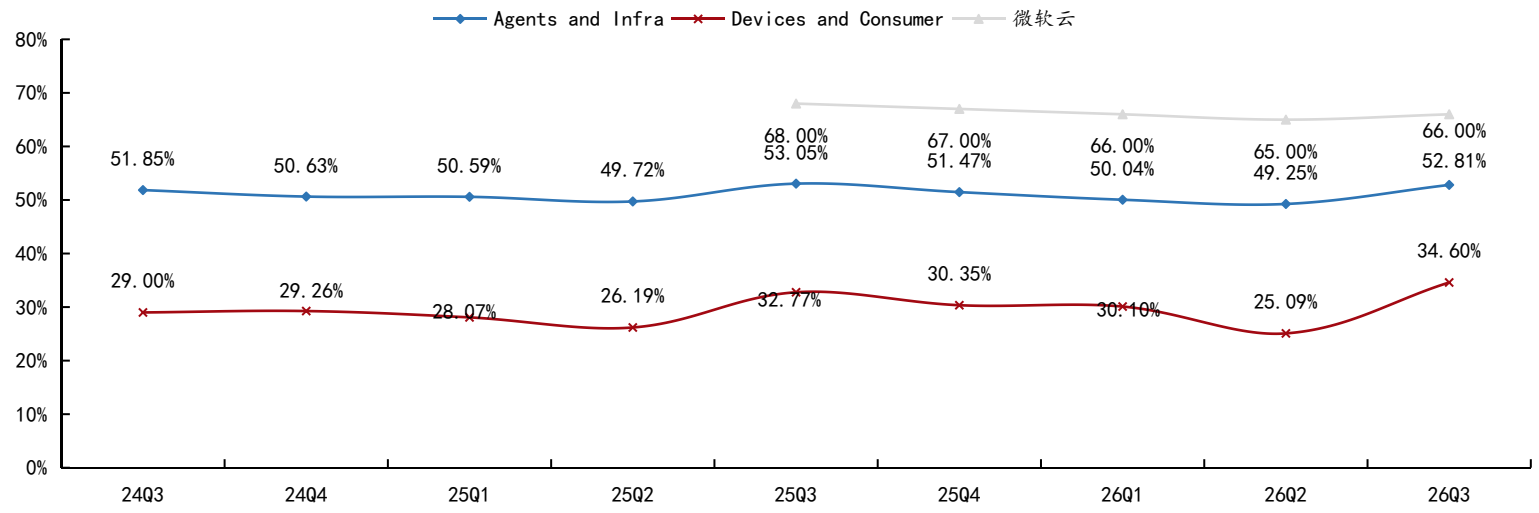
- **Device sand Consumer（设备与消费者）**：FY27Q1收入154.84亿美元，同比下降3%；营业利润53.57亿美元，同比增长2%，营业利润率约35%，同比提升，主要受动视暴雪收购相关无形资产摊销费用下降推动。

表：微软分部门利润情况（单位：百万美元）

	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3
Agents and Infra	26171	26718	27704	30221	32718	33167	33748	36732	40558
Devices and Consumer	4381	4935	4296	4102	5243	5108	4650	3871	5357
合计	30552	31653	32000	34323	37961	38275	38398	40603	45915
微软云（亿美元）					266.56	418.75	413.82	440.70	446.82

资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

图：微软分部门利润率情况

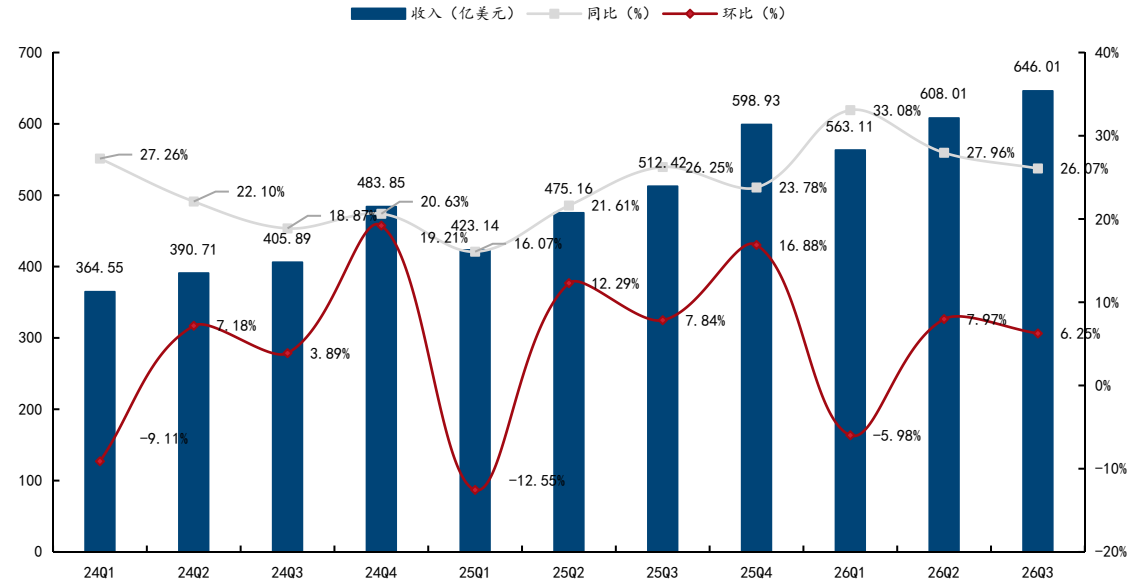


资料来源：微软财报，国信证券经济研究所整理

Meta：收入超预期，利润受一次性诉讼费用扰动

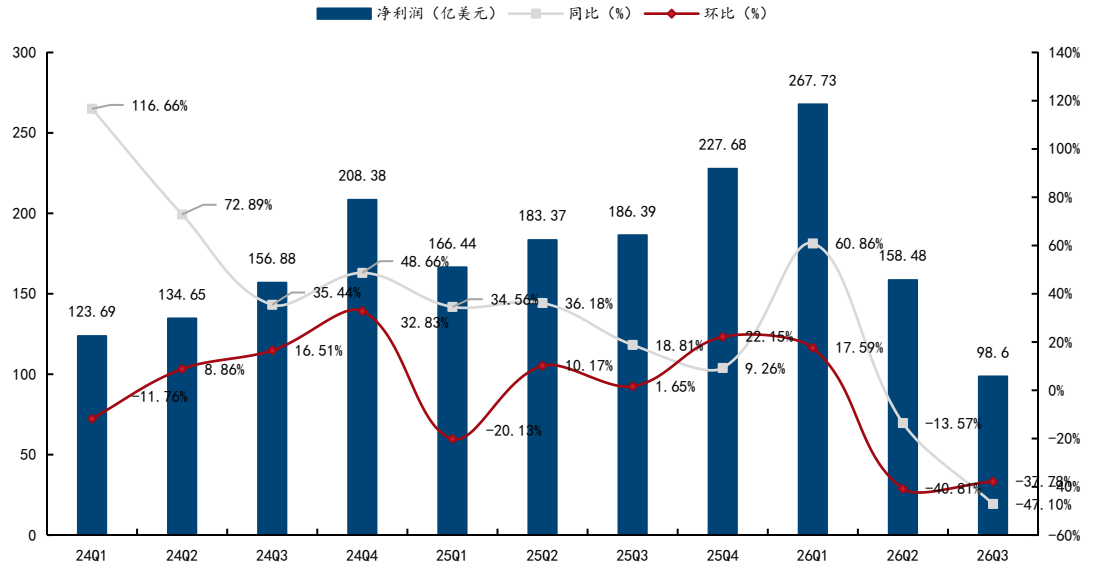
- **26Q3Meta收入超预期，利润受一次性诉讼费用扰动。**26Q3公司实现总收入646.01亿美元，同比增长26%，超一致预期的633.7亿美元；实现营业利润129.88亿美元，同比下降37%，营业利润率20%，同比下降20pct，主要受到98.9亿美元一次性诉讼费用影响，剔除该费用后营业利润为228.78亿美元，同比增长约11%。实现净利润98.60亿美元，同比增长264%；实现EPS3.83美元，高于市场一致预期的3.54美元，剔除诉讼费用影响后EPS为7.40美元，超市场预期。自由现金流为-21.2亿美元，去年同期为106.25亿美元。
- **分业务看，**现实实验室：实现收入4.43亿美元，同比下降6%；营业亏损41.29亿美元，去年同期亏损44.32亿美元，亏损有所收窄。公司预计2026年Reality Labs全年亏损180-190亿美元，并计划将更多资源投入AI领域，预计2027年亏损进一步收窄至约150亿美元。

图：Meta单季度收入情况



资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

图：Meta单季度净利润情况



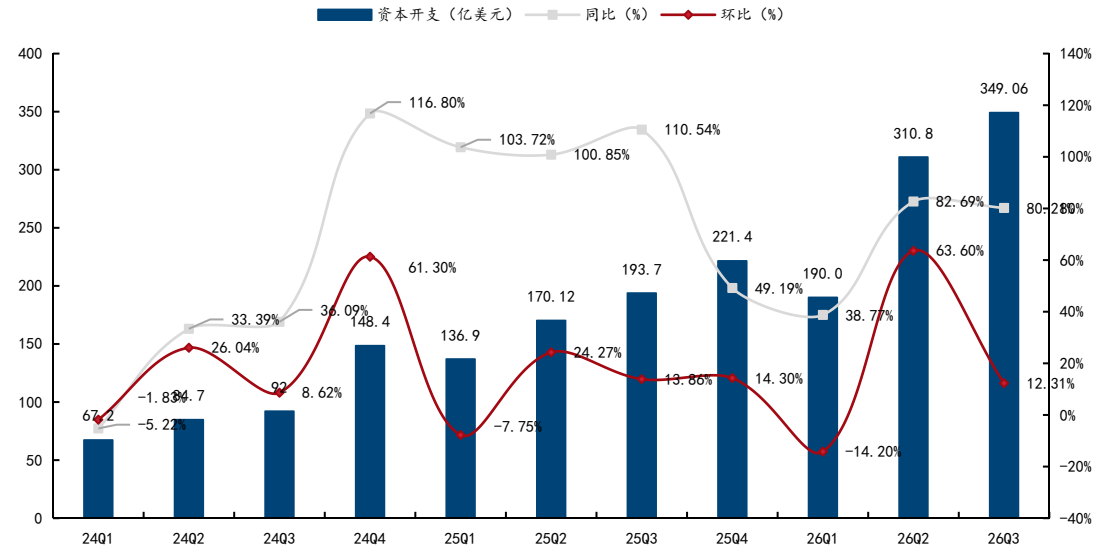
资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

Meta：上调资本支出指引下限，继续加大AI算力投入

- **26Q3**资本开支为349.06亿美元，同比+80.20%、环比+12.31%，低于预期（410.11亿美元）；#上调全年资本开支为1350-1450亿美元（前值为1300-1450亿美元）。公司预计将继续维持较高AI投资强度，AI对核心广告业务的赋能及新产品商业化有望推动收入持续增长，同时将逐步改善RealityLabs盈利能力。

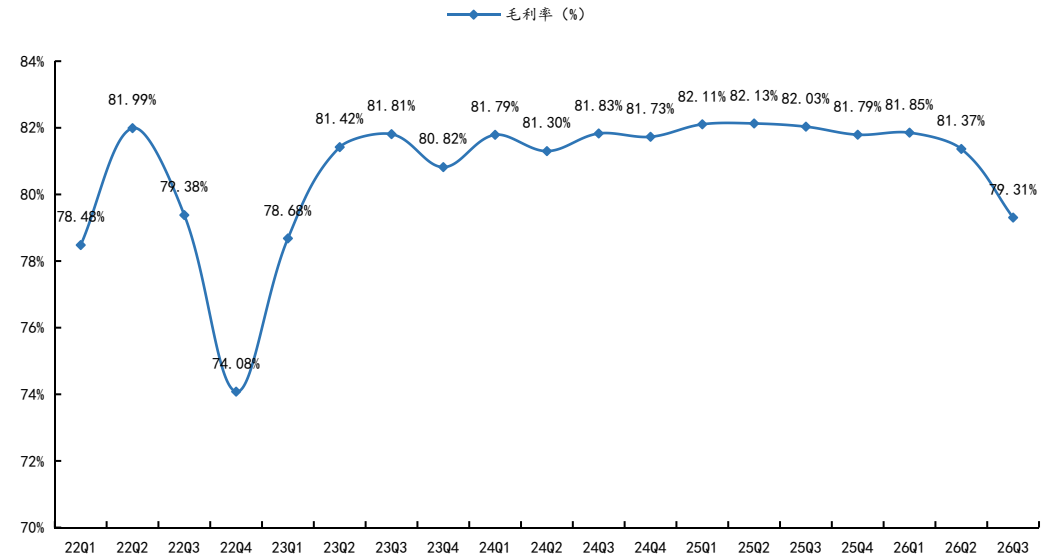
- **AI领域：**1）AI业务取得重要进展，推出个人AI智能体Muse及首个前沿模型MuseWonder，Muse上线约6周内在美国和加拿大已有超过1000万用户注册；2）AI持续提升核心业务表现，Instagram通过升级Reels推荐系统，推动Reels观看时长提升超过4%，FacebookReels全球及美国市场观看时长均实现同比两位数增长；3）Meta持续加大AI基础设施投资，推进模型训练、智能体产品开发及广告推荐系统升级，AI驱动的用户参与度及广告变现效率改善已开始贡献增量收入。4）Meta AI与订阅：自4月推出新模型以来，Meta AI的人均用户参与度已经增长超过一倍。包含Meta AI和Business Agent的Meta One统一订阅服务，其付费订阅和试用总数已经超过1500万。

图：Meta资本开支情况（单位：亿美元）



资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

图：Meta整体毛利率情况



资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

Meta：分部门营业利润

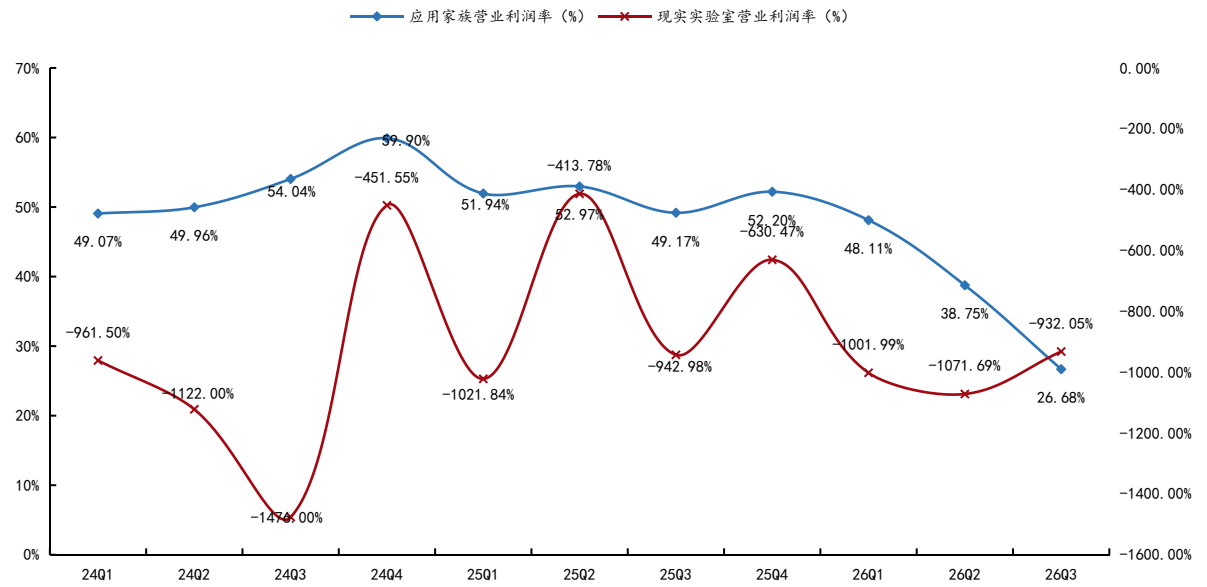
- 2026Q2，应用家族实现营业利润171.17亿美元，同比下降31.44%，主要受到一次性受到诉讼费用影响；实现收入4.43亿美元，同比下降6%；营业亏损41.29亿美元，去年同期亏损44.32亿美元，亏损有所收窄。公司预计2026年RealityLabs全年亏损180-190亿美元，并计划将更多资源投入AI领域，预计2027年亏损进一步收窄至约150亿美元。

表：Meta分部门利润情况（单位：百万美元）

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3
应用家族	17664	19335	21778	28332	21765	24971	24967	30766	26900	23394	17117
现实实验室	-3846	-4488	-4428	-4967	-4210	-1531	-4432	-6021	-4028	-4619	-4129
合计	13818	14847	17350	23365	17555	23440	20535	24745	22872	18775	12988

资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

图：Meta分部门利润率情况



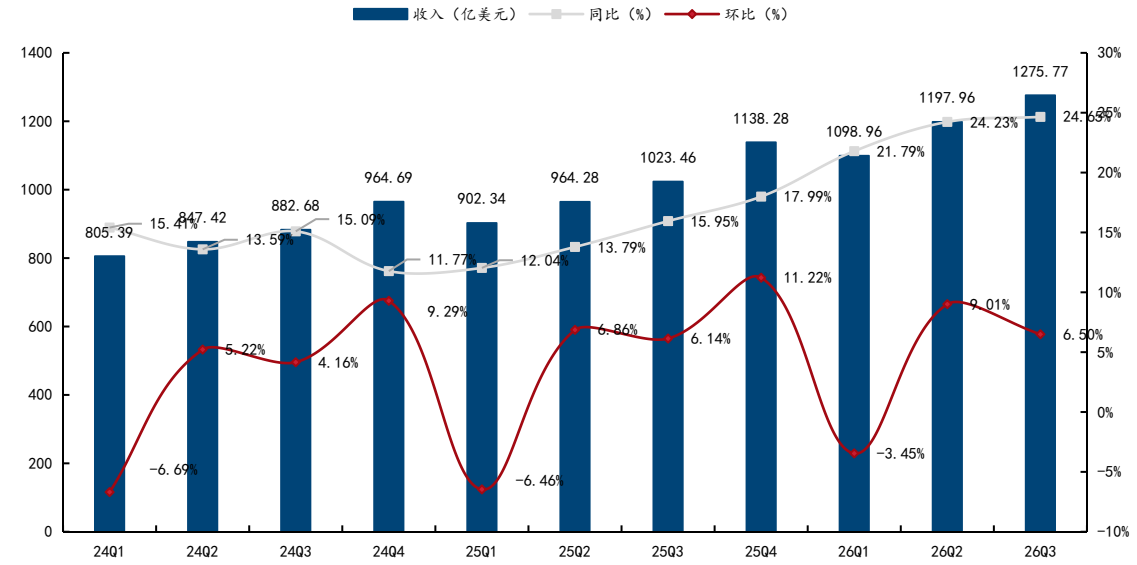
资料来源：Meta财报，国信证券经济研究所整理

谷歌：业绩低于预期，谷歌云略超预期

- **3QFY26收入符合预期，净利润低于预期。**3QFY26谷歌实现收入1275.77亿美元，同比+24.7%、环比+6.5%，基本符合预期（1279.33亿美元）；实现净利润261.70亿元，同比-25.2%、环比-76.7%，低于市场预期（364.74亿元）；实现摊薄EPS2.12美元，同比-26.1%、环比-76.7%，低于市场预期（2.99美元）。业绩低于预期，主要由于：1）股权证券损益环比减少了1076.95亿美元；2）谷歌服务业务Operatingmargin环比下降1.2个pct。

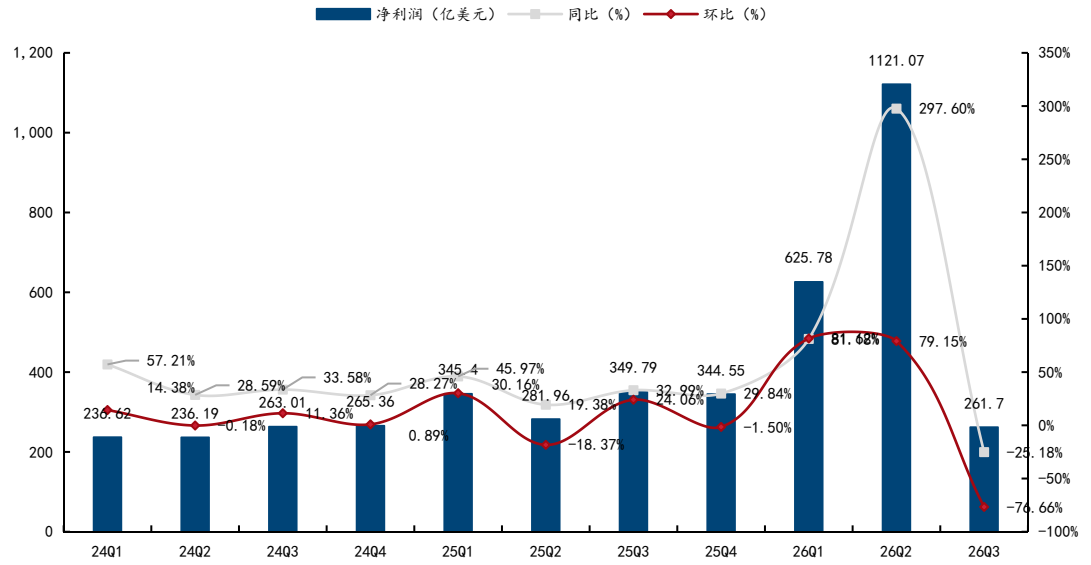
- **谷歌服务业务：**963.02亿美元，同比+10.6%、环比+1.9%，低于预期（983.99亿美元）；谷歌广告业务：820.12亿美元，同比+10.6%、环比+0.5%，低于预期（835.69亿美元）；谷歌搜索：633.65亿美元，同比+12.0%、环比+0.2%，低于预期（648.51亿美元）；YoutubeAds：112.07亿美元，同比+9.2%、环比+1.4%，符合预期（114.25亿美元）；**谷歌云业务：**307.09亿美元，同比+102.6%、环比+24.0%，超预期（290.96亿美元）；OperatingMagin为36.2%，环比持续提升（+0.6个pct）；26Q3谷歌云积压订单（PRO）5610亿美元，环比增加470亿美元；受制于供应限制，从26Q3末开始使用第三方算力，并在26Q4加大使用量，预计云毛利率短期承压；TPU系统销售将在26Q4继续扩大规模，在2027年实现显著增长。

图：谷歌单季度收入情况



资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

图：谷歌单季度净利润情况



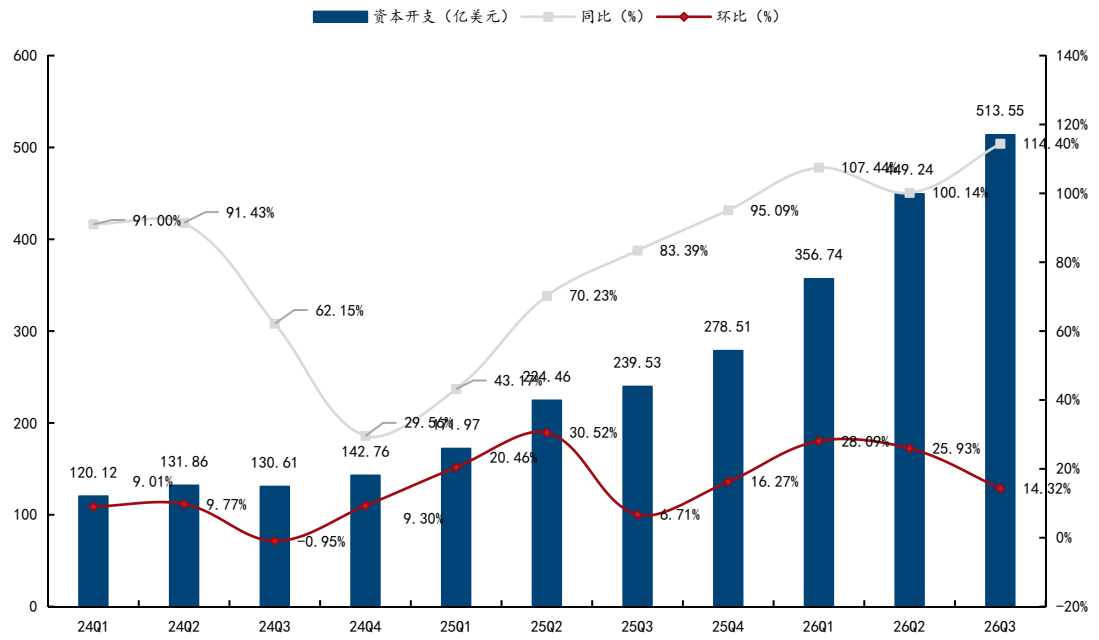
资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

谷歌：资本开支低于市场预期，维持全年资本开支指引

- **资本开支略低于市场预期，预计27年资本开支大幅增长。**3QFY26谷歌资本开支为513.55亿美元，同比+114.4%、环比+14.3%，低于市场预期（560.88亿美元），维持全年指引（1950-2050亿美元），且预计2027年资本开支将继续大幅增长。

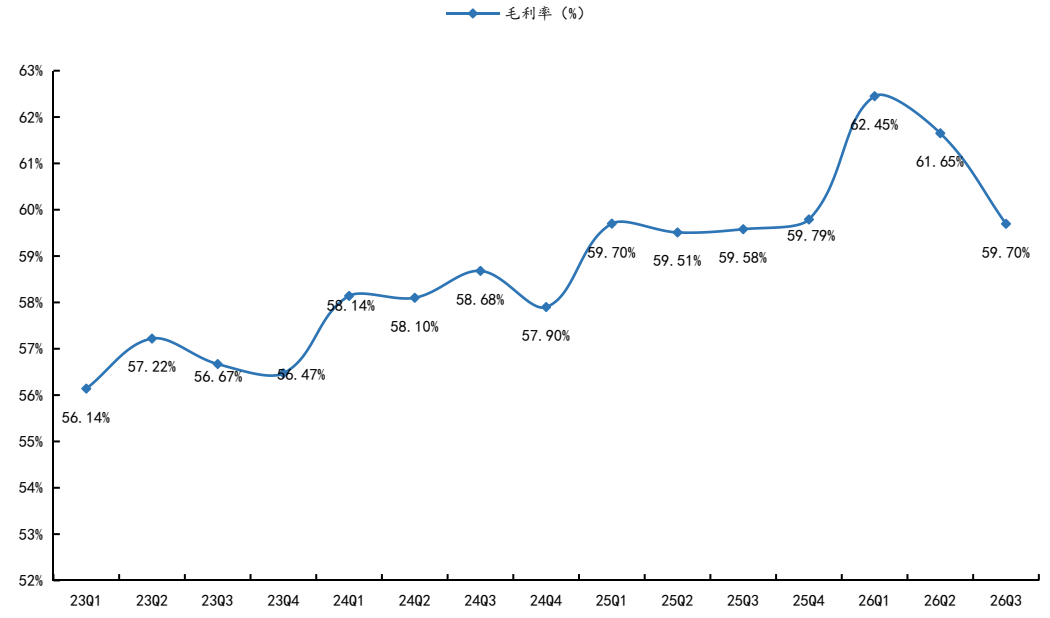
- **AI领域：**Gemini4 Argon和Carbon处于领先地位，Gemini4 Argon首周使用量增长速度是Gemini3的3.5倍，原生模型API每分钟处理320亿个Token（环比+40%，为一年前的4倍）；同时，Gemini用户数量达到10亿。此外，发布Genie4，是目前最先进的世界模型。由于RSI存在，预计未来12个月持续加速。过去12个月中，超过2600名客户在Gemini Enterprise上使用了至少1000亿个token，近75名客户使用了至少10万亿个token。在2025财年第三季度使用该服务的客户，其支出同比增长了四倍以上。

图：谷歌资本开支情况（单位：亿美元）



资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

图：谷歌整体毛利率(单位：%)



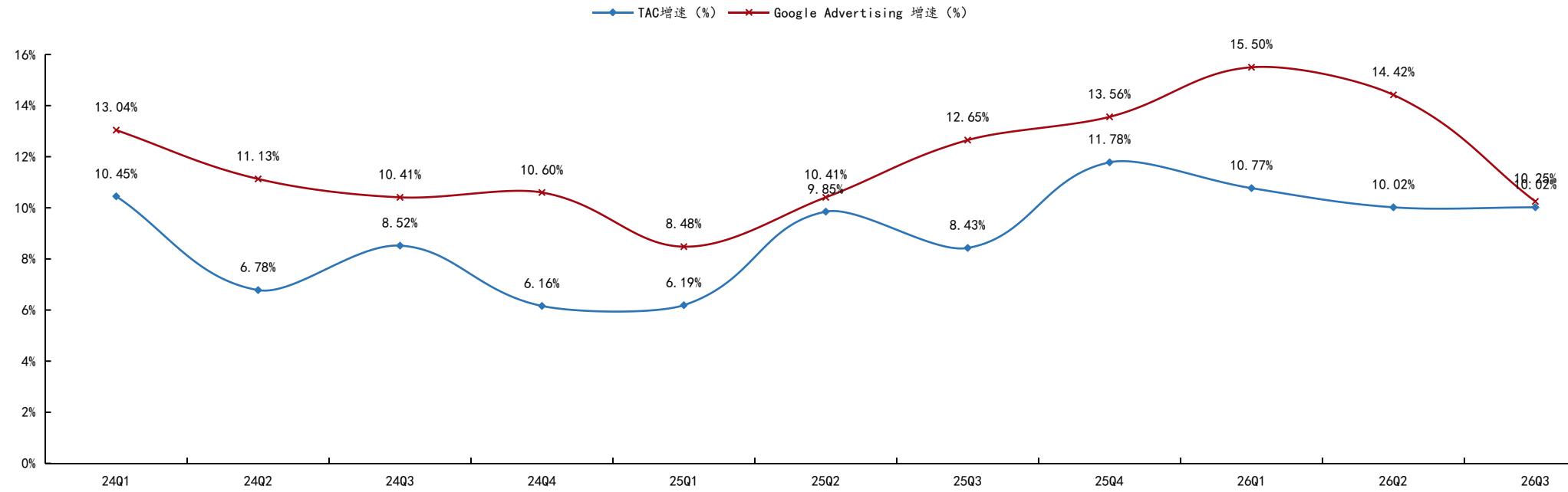
资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

谷歌：Agent冲击传统广告逻辑，广告变现效率下降

- **Agent查询降低广告变现效率，传统广告业务受到冲击。**谷歌称AI驱动下查询量创下5年来最高增速，但这些增量并没有等比例转化为收入，因为“AI模式的变现率较低”。传统的竞价排名广告依赖于“人类用户的眼球注意力、点击冲动和情绪化购买”。但在未来，如果越来越多的搜索和决策是由Agent自动完成的，由于Agent不存在“冲动消费”和“注意力被广告吸引”，它只会根据效率和最优解执行任务。这就导致传统的流量广告在AI时代失效，进而冲击广告变现和营收。

- **Google TAC增速及Advertising增速“剪刀差”缩小。**TAC是google按比例支付给苹果及安卓手机厂商的广告收入分成。在google查询量增速创下五年最高的同时，TAC并没有表现出同样的高增长，表面新增的用户需求被AI直接总结回答，并未产生广告费用及广告分成。同时剪刀差缩小表明广告转化率下降，收入端增速向成本端增速靠拢，整体盈利质量承压。

图：谷歌TAC增速及广告增速“剪刀差”缩小



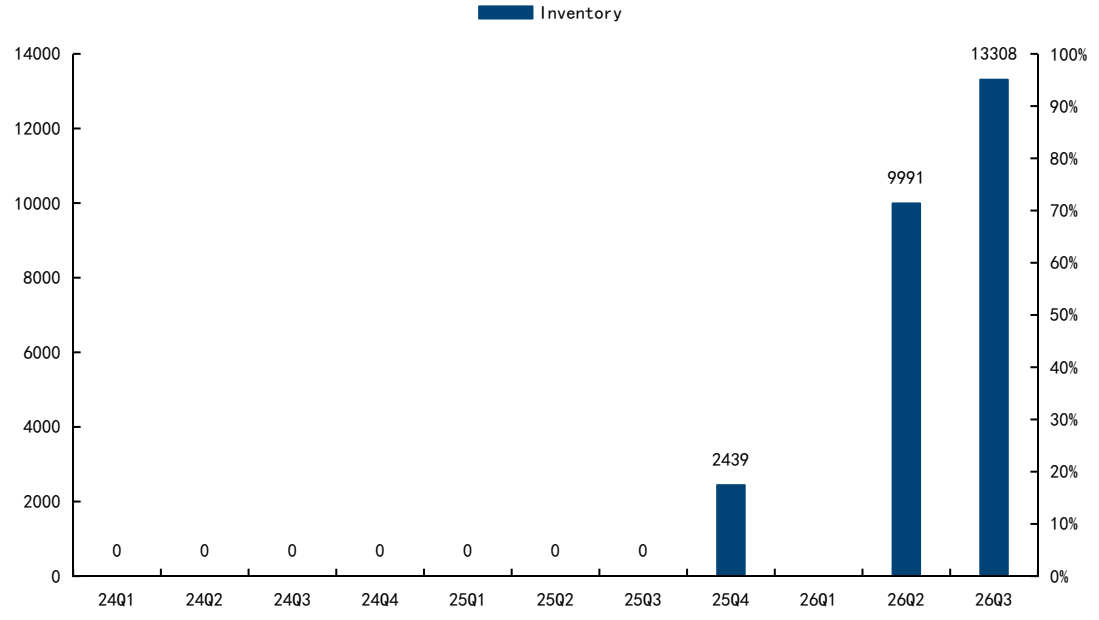
资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

谷歌：TPU外售导致存货上升，欧盟一次性罚款扰动现金流

- **3QFY26经营现金流（OCF）为422.90亿美元（同比-12.6%），自由现金流（FCF）为-90.65亿美元（上季度为-58.55亿美元）。**恶化主要受TPU系统外售引发的存货备货（单季净流出32.20亿美元）及2018年欧盟反垄断罚款一次性付现（52亿美元）双重拖累。若剔除这两项阶段性/一次性营运资金扰动，3Q26经调整OCF达508.07亿美元（同比+4.94%、环比+30.4%），单季自由现金流接近盈亏平衡（-6.45亿美元）。

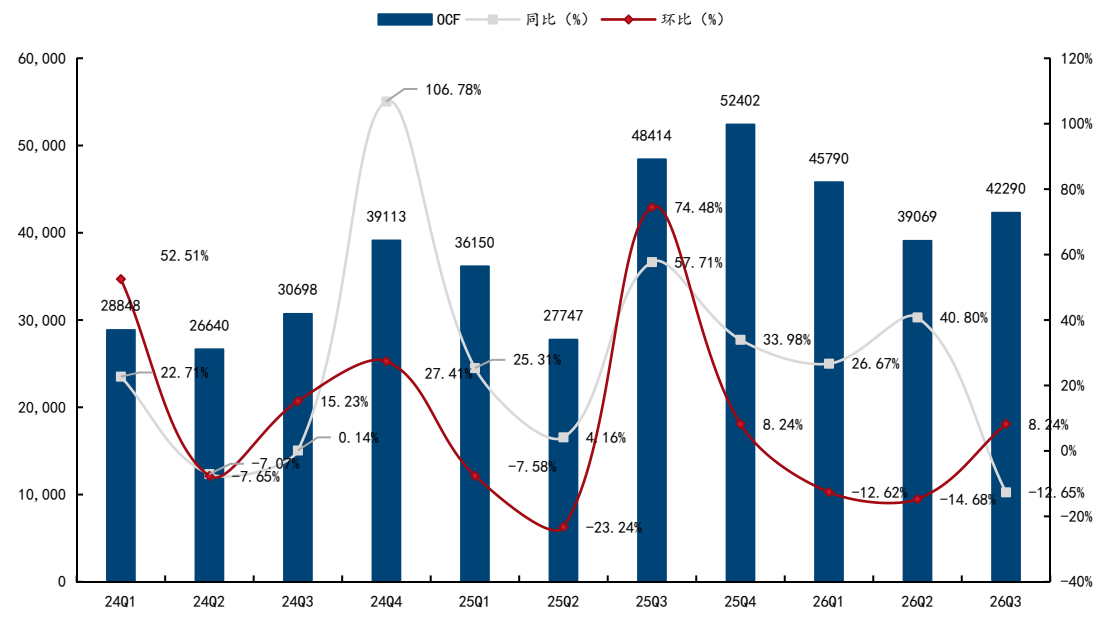
- **TPU系统外售开启商业化放量，锁定合同下前置备货推升存货高增。**谷歌正加速将TPU完整系统从自用与云租赁向外部直接销售拓展（支持部署于客户数据中心及第三方设施），目前已覆盖Anthropic、Apple、Mistral AI、Citadel等近100家重要客户，并与Oracle、Crusoe及黑石合资企业（Crux）达成交付合作。公司期末存货攀升至133.08亿美元，较年初大幅增长445.6%（+108.69亿美元）。

图：谷歌存货情况（单位：百万美元）



资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

图：谷歌OCF（单位：百万美元，%）



资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

谷歌：分部门营业利润

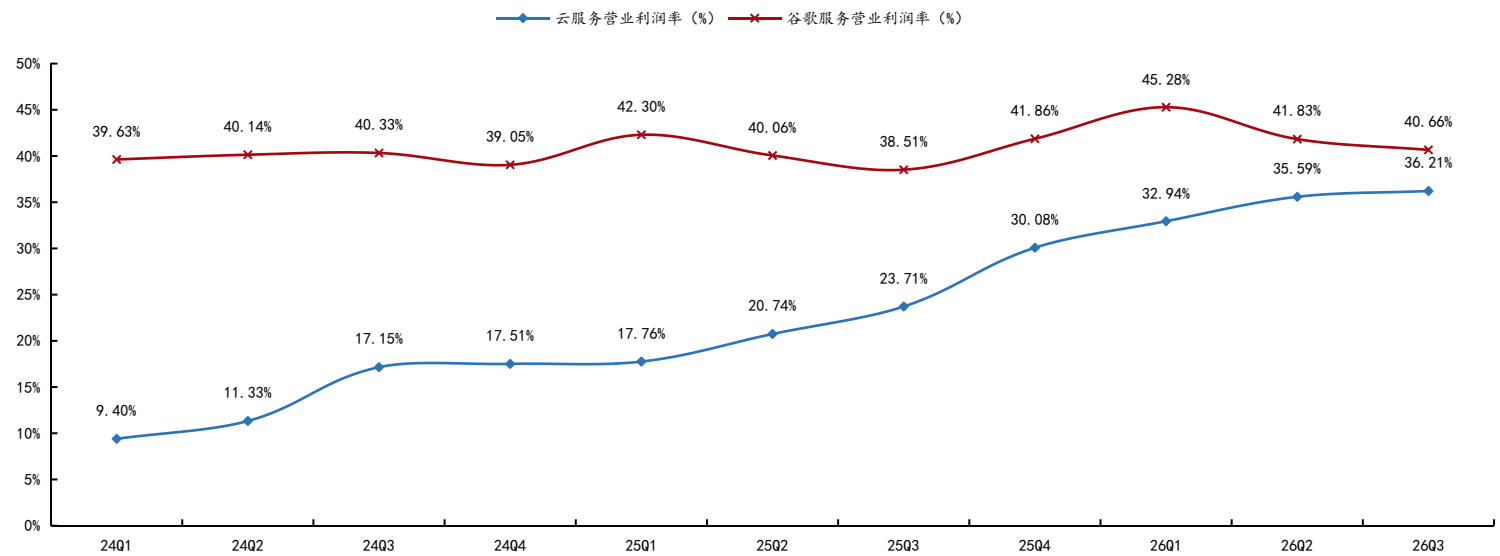
- 26Q3谷歌服务营业利润同比增长17%，达到392亿美元，营业利润率达40.66%（同比提升2.15个百分点），主要由Google搜索及其他业务、Google订阅、平台与设备业务以及YouTube广告收入分别增长12%、11%和9%所带动。GoogleCloud营业利润同比增长209%，达到111亿美元，营业利润率由去年同期的23.71%提升至36.19%，主要受益于GoogleCloud收入同比增长103%，其中GCP企业级AI基础设施、企业级AI解决方案、核心GCP服务以及TPU系统销售需求强劲，收入快速增长与规模效应共同推动利润率显著提升。

表：谷歌分部门利润情况（单位：百万美元）

营业利润	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3
谷歌服务	21737	23454	23937	26730	27897	29674	30856	32836	32682	33063	33527	40132	40589	39544	39157
谷歌云	191	395	266	864	900	1172	1947	2093	2177	2826	3594	5313	6598	8814	11121
其他	-1225	-813	-1194	-863	-1020	-1134	-1116	-1174	-1226	-1246	-1426	-3617	-2100	-1799	-2047

资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

图：谷歌分部门利润率情况



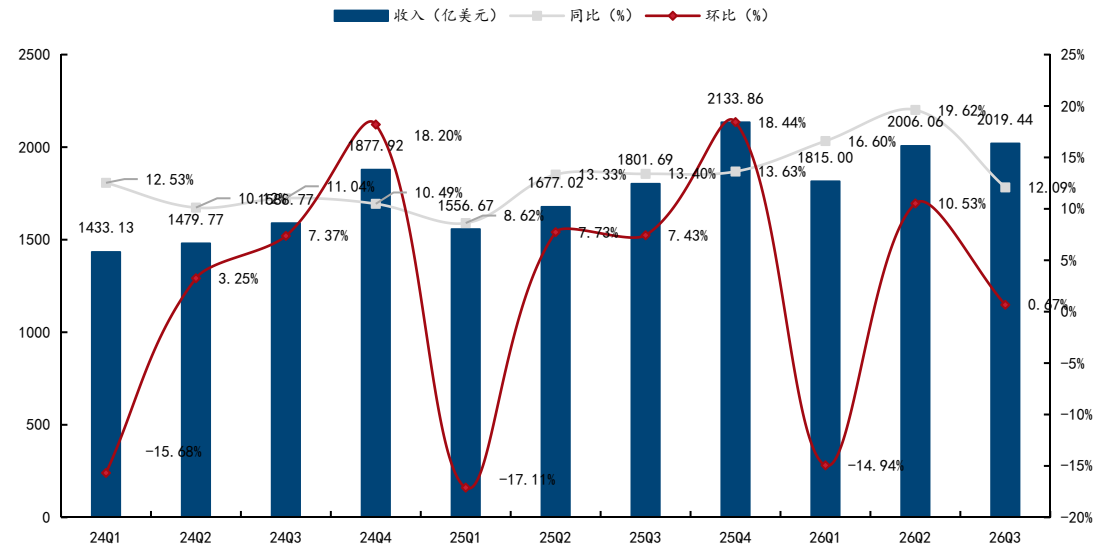
资料来源：谷歌财报，国信证券经济研究所整理

亚马逊：业绩略低于市场预期，AWS维持高增长

- **3QFY26亚马逊业绩略低于市场预期。**3QFY26亚马逊实现收入2019.44亿美元，同比+12.1%、环比+0.7%，基本符合预期（2022.59亿美元）；实现净利润206.85亿美元，同比-2.4%、环比-67.0%，略低于市场预期（216.11亿美元）；实现EPS1.89美元，同比-3.1%、环比-67%，略低于市场预期（1.97美元）。指引4QFY26收入为2400-2470亿美元（预期2445亿美元），同比+12%-16%，指引4QFY26运营利润为285-335亿美元。

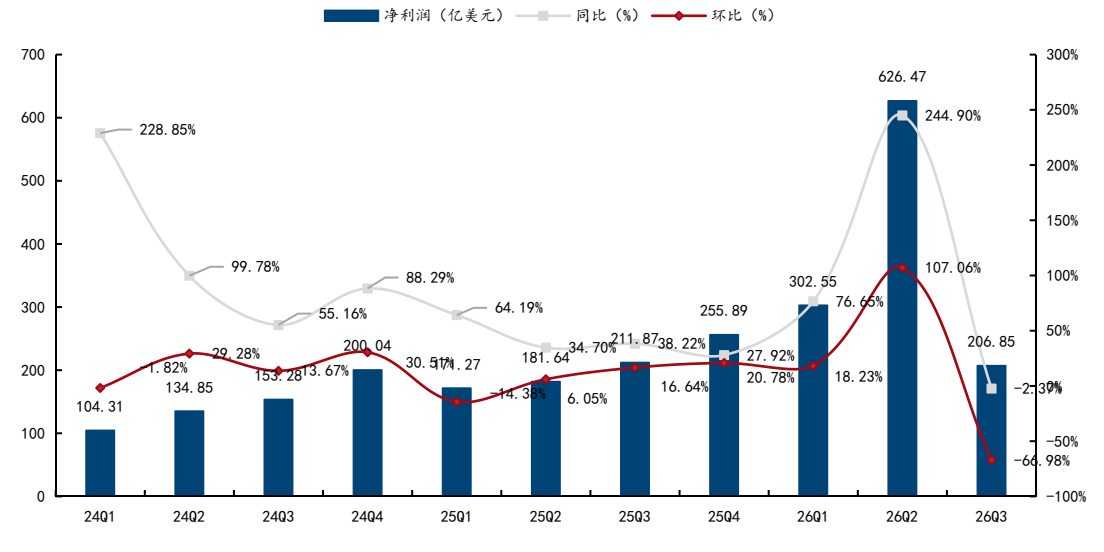
- **分业务来看：**北美：1128.52亿美元，同比+6.2%、环比-2.9%，低于预期（1130.00亿美元）；国际：431.08亿美元，同比+5.4%、环比-2.2%，符合预期（434.28亿美元）；AWS：459.84亿美元，同比+39.3%（5年内最快增速）、环比8.9%，略超预期（456.84亿美元）；公司指引2027、2028年年化增速超过40%。

图：亚马逊单季度收入情况



资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

图：亚马逊单季度净利润情况



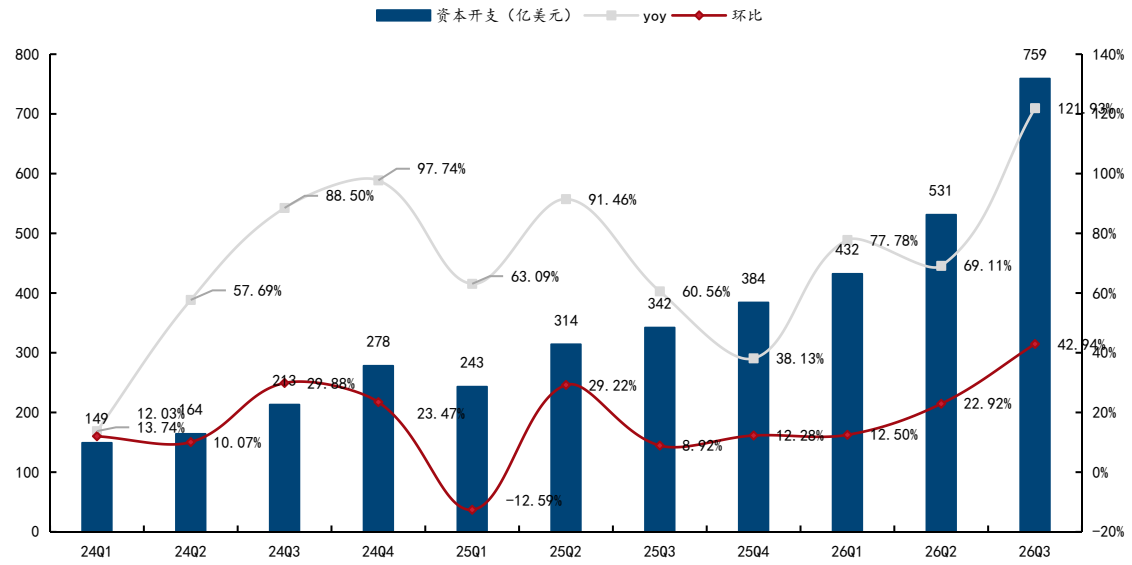
资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

亚马逊：维持全年资本开支指引不变，指引AWS2027年增速超40%

- **季度资本开支超市场预期，维持全年资本开支指引不变。**26Q3亚马逊资本开支为759亿美金，同比+121.9%、环比+42.9%，超市场预期（588亿美元），维持全年2200亿资本开支不变，预计27年资本开支将大幅增加，未来8-10个季度要大幅增加产能。

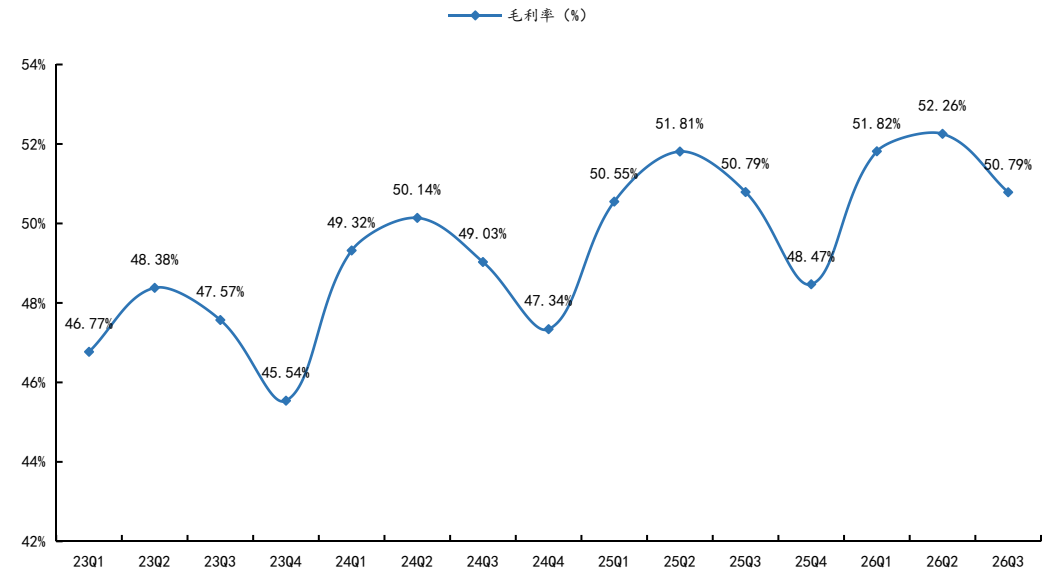
- **季度亮点：**1）公司AWS指引2027、2028年年化增速超过40%；2）Bedrock总Token消耗量同比增长近17倍，Bedrock上500强企业推理服务付费同比增长7倍；3）积压订单增加至5780亿美元（上季度为4960亿美元）；4）芯片业务保持同比三位数增长，Graviton、Trainium的revenue commitments（订单）同比增长20倍；5）企业大规模使用推理仍在早期阶段，但推理已经占到AWS AI一半以上收入；6）Agent与AI助手用量：目前有数万名客户使用Bedrock Agentic核心，第三季度部署的智能体数量是前三个季度总和的两倍；7）消费端AI助手：在过去12个月里，超过4亿客户使用了Alexa购物功能或生成式AI购物助手，客户交互量同比增长了570%。

图：亚马逊资本开支情况（单位：亿美元）



资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

图：亚马逊整体毛利率情况



资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

亚马逊：分部门营业利润

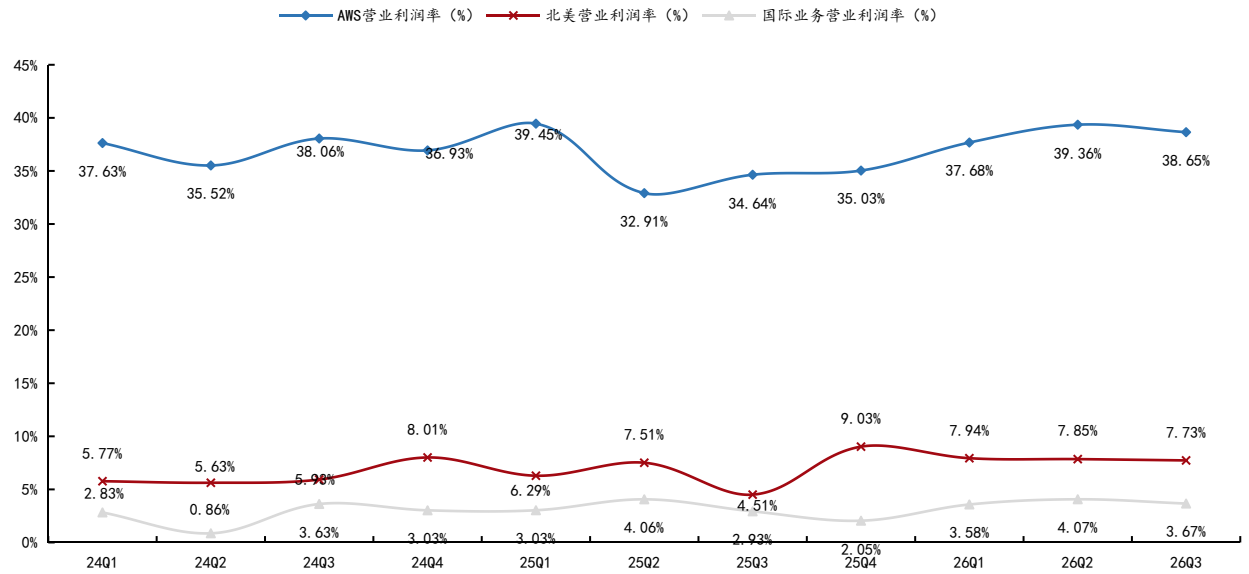
- 2026Q3，北美地区实现营业利润87.23亿美元，营业利润率为7.73%，国际业务实现营业利润为15.80亿美元，营业利润率为3.67%。AWS业务实现营业利润177.73亿美元，营业利润率为38.65%。指引26Q4收入为2400-2470亿美元，同比+12%-16%，中值为2435亿美元，基本符合市场预期（约2445亿美元），指引26Q4营业利润为285-335亿美元，中值为310亿美元。

表：亚马逊分部门利润情况（单位：百万美元）

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3
北美业务	4983	5065	5663	9256	5841	7517	4789	11472	8267	9123	8723
国际业务	903	273	1301	1315	1017	1494	1199	1040	1424	1717	1580
AWS（云服务）	9421	9334	10447	10632	11547	10160	11434	12465	14161	16621	17773

资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

图：亚马逊分部门利润率情况



资料来源：亚马逊财报，国信证券经济研究所整理

目录

[01] 云厂商资本开支及业绩情况复盘

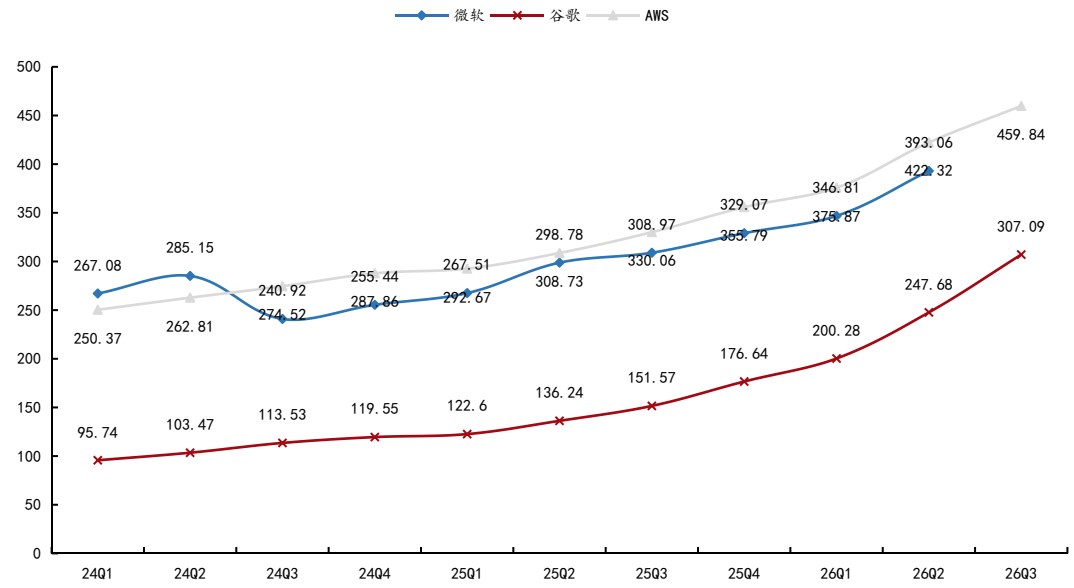
[02] 云收入及ROIC情况

[03] 风险提示

微软、谷歌、亚马逊：云收入同比高速增长

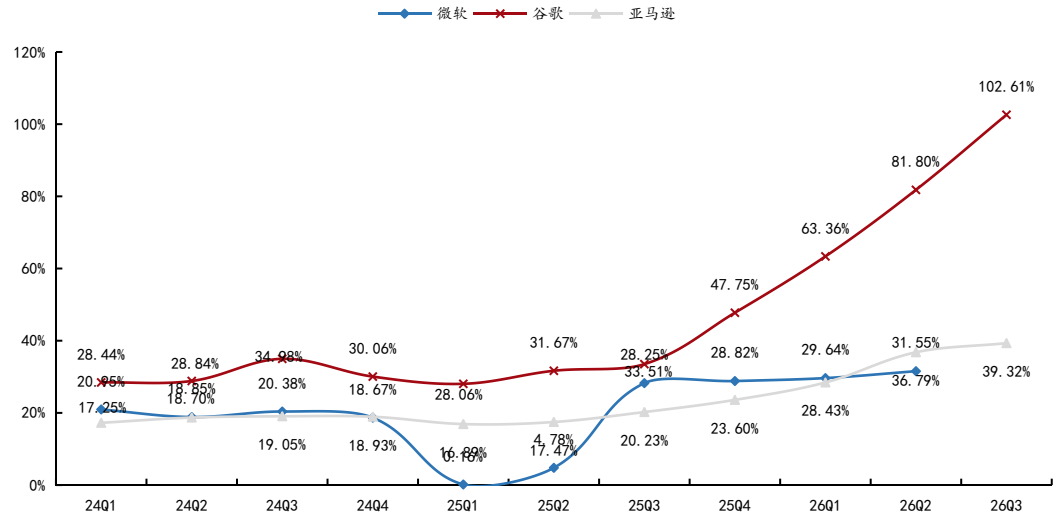
- 分厂商来看：1）微软：2026Q3（FY27Q1）智能体与基础设施业务（原智能云口径调整）实现收入767.95亿美元，同比+25%；微软云收入达639亿美元，同比+30%。Azure实现收入331.65亿美元，同比增长48%，主要得益于Foundry业务快速扩张、GPU资源池效率提升、CPU闲置容量商业化以及单位Token收入提高；2）亚马逊：2026Q3AWS收入459.84亿美元，同比增长39.32%，AWS年化收入运行率达1840亿美元，其中AI业务收入同比增长达到三位数，推理已占AWSAI收入的一半以上，Bedrock总Token消耗量同比增长近17倍；3）谷歌：2026Q3谷歌云实现收入307.09亿美元，同比增长102.61%，同时，云业务Operating Margin达36.2%，环比+0.6个pct（同比+12.5个pct），持续高于谷歌整体OperatingMargin（31.8%），规模效应与TPU系统销售共同推动盈利能力稳步提升。

图：亚马逊、微软、谷歌云业务收入情况（单位：亿美元）



资料来源：亚马逊财报，微软财报，谷歌财报，国信证券经济研究所整理（注：微软自26Q3起调整分部披露口径为AgentsandInfrastructure）

图：亚马逊、微软、谷歌云收入同比增速情况（单位：%）

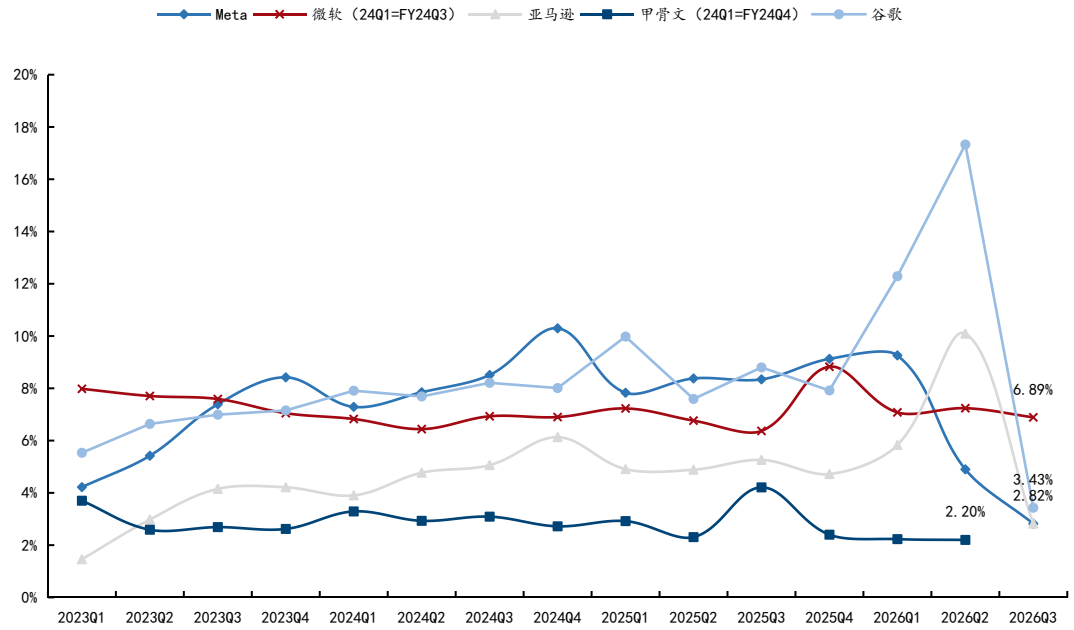


资料来源：亚马逊财报，微软财报，谷歌财报，国信证券经济研究所整理

受投资收益波动及CapEx上行影响，26Q3各厂商ROIC环比下行

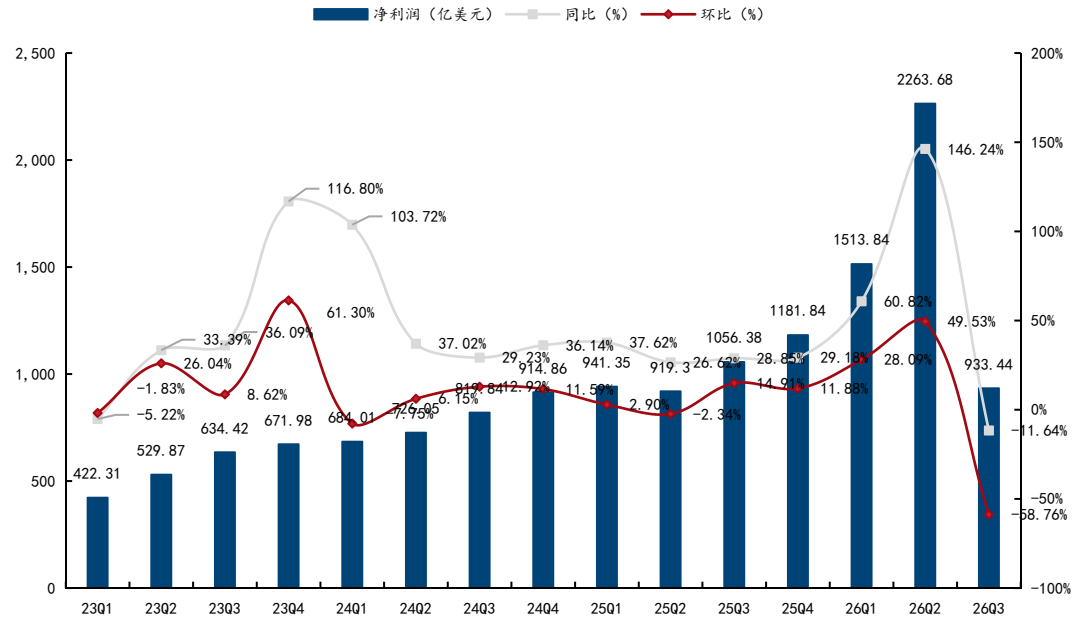
- **投入资本回报率方面**，AI需求推动各厂商资本开支大幅上行，叠加单季投资收益波动，公司的ROIC表现受到明显影响。2026Q3，受前期高基数效应消退及资本开支扩张影响，各大厂ROIC普遍回落：谷歌、亚马逊、Meta、微软的ROIC分别为3.43%、2.82%、2.82%、6.89%，分别环比下降13.90、7.27、2.08、0.35个pct（同比亦分别下降5.37、2.44、5.52个pct，微软同比提升0.52个pct）。净利润方面，2026Q3，微软、谷歌、亚马逊、Meta合计实现净利润933.44亿美元，受上季度高基数影响，合计净利润同比下降11.64%，环比下降58.76%，同环比增速均由正转负。

图：各厂商ROIC情况



资料来源：亚马逊财报，微软财报，谷歌财报，Meta财报，国信证券经济研究所整理

图：各厂商净利润合计情况



资料来源：亚马逊财报，微软财报，谷歌财报，Meta财报，国信证券经济研究所整理

目录

[01] 云厂商资本开支及业绩情况复盘

[02] 云收入及ROIC情况

[03] 风险提示

风险提示

- AI应用落地不及预期、市场需求不及预期、行业竞争加剧、宏观经济波动、新技术研发不及预等。

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

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中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
GUOSEN SECURITIES

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