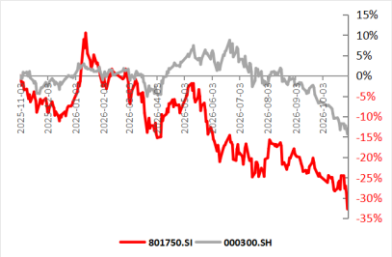
市场研究部 2026 年 11 月 2 日

计算机行业周报

看好

市场表现截至 2026.10.30



数据来源：Wind，国新证券整理

本周计算机行业指数表现

上周（10.26-10.30）计算机（申万）板块下跌 10.85%，沪深 300 指数下跌 2.92%，计算机板块跑输沪深 300 指数 7.94 个百分点。和申万其他行业对比，计算机行业涨幅排名位列第 29 位。

上周涨幅前 3 名分别为力鼎光电（22.86%）、运达科技（9.45%）、华是科技（8.59%），跌幅前 3 名分别为慧辰股份（-30.19%）、吉大正元（-30.15%）、指南针（-28.30%）。

本周关注

1、Anthropic 正式启动 IPO：估值最高 2 万亿美元，与 OpenAI 走上不同上市路径

2、Meta 拟融资 350 亿美元并计划推出 600 亿美元股票发行计划，加码 AI 基础设施投资

3、谷歌财报未能安抚 AI 支出担忧，高管坦言：AI 搜索增长，变现却未跟上

4、OpenAI 发布 GPT-6.1 Terra：能自主操作电脑！成本砍半、速度快 3 倍

5、微软最新财报出炉： Azure 增长 48%，设备收入低于预期

6、亚马逊三季度云业务营收增近四成：自由现金流持续为负，维持全年资本开支水平

投资线索

算力基础设施确定性最强，国产 AI 芯片、服务器直接受益资本开支上行；头部大模型厂商具备客户扩张与毛利率修复弹性，逐步临近盈利拐点；垂直 Agent 应用打开客单价空间，优先布局绑定企业核心工作流、具备高留存与高增购验证的软件、办公、金融、工业场景。

风险提示

1、政策落地不及预期；2、技术发展不及预期；3、市场竞争加剧。

分析师：钟哲元
登记编码：S1490523030001
邮箱：zhongzheyuan@crsec.com.cn

证券研究报告

未经授权引用或转发须承担法律责任及一切后果，并请务必阅读文后的免责声明

目录

一、上周市场回顾.....4
二、上周关注.....4
1、Anthropic 正式启动 IPO：估值最高 2 万亿美元，与 OpenAI 走上不同上市路径.....4
2、Meta 拟融资 350 亿美元并计划推出 600 亿美元股票发行计划，加码 AI 基础设施投资.....7
3、谷歌财报未能安抚 AI 支出担忧，高管坦言：AI 搜索增长，变现却未跟上.....7
4、OpenAI 发布 GPT-6.1 Terra：能自主操作电脑！成本砍半、速度快 3 倍.....9
5、微软最新财报出炉： Azure 增长 48%，设备收入低于预期.....10
6、亚马逊三季度云业务营收增近四成：自由现金流持续为负，维持全年资本开支水平.....11
三、投资建议.....13
四、风险提示.....13

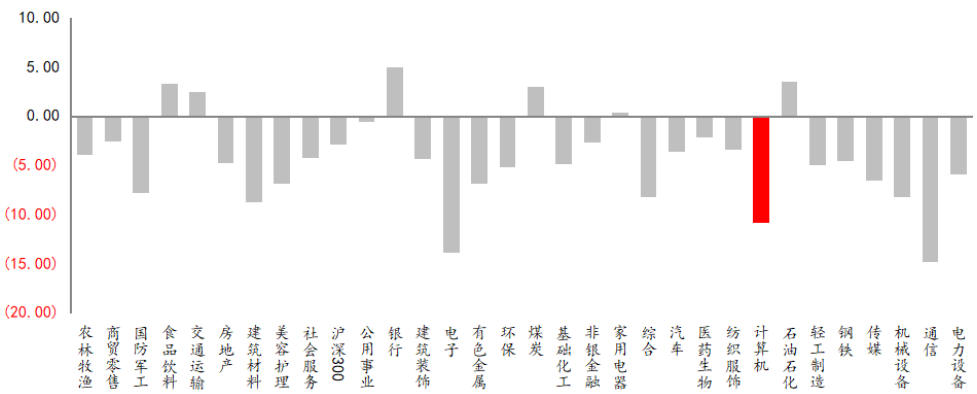
图表目录

图表 1：计算机行业板块相对表现（%）.....4
图表 2：计算机行业个股涨跌幅.....4

一、上周市场回顾

上周（10.26-10.30）计算机（申万）板块下跌 10.85%，沪深 300 指数下跌 2.92%，计算机板块跑输沪深 300 指数 7.94 个百分点。和申万其他行业对比，计算机行业涨幅排名位列第 29 位。

图表 1：计算机行业板块相对表现（%）



数据来源：Wind，国新证券整理

目前计算机行业上市公司共 334 家，其中，10 家公司收涨，占比 2.99%。上周涨幅前 3 名分别为力鼎光电（22.86%）、运达科技（9.45%）、华是科技（8.59%），跌幅前 3 名分别为慧辰股份（-30.19%）、吉大正元（-30.15%）、指南针（-28.30%）。

图表 2：计算机行业个股涨跌幅

板块涨幅前三名				板块跌幅后三名			
证券代码	证券简称	细分行业	周涨跌幅（%）	证券代码	证券简称	细分行业	周涨跌幅（%）
605118.SH	力鼎光电	智能硬件	22.86	688500.SH	慧辰股份	数据要素	-30.19
300440.SZ	运达科技	交运 IT	9.45	003029.SZ	吉大正元	网络安全	-30.15
301218.SZ	华是科技	政务 IT	8.59	300803.SZ	指南针	金融 IT	-28.30

数据来源：Wind，国新证券整理

二、上周关注

1、Anthropic 正式启动 IPO：估值最高 2 万亿美元，与 OpenAI 走上不同上市路径

【TechWeb】10 月 27 日消息，Anthropic 于美东时间 10 月 26 日正式向美国

证券交易委员会（SEC）提交 S-1 注册文件，申请首次公开发行 A 类普通股，计划在纳斯达克全球精选市场上市，股票代码“ANT”。这一动作将 Claude 的开发商推到了美股 AI 竞赛的最前沿，也使它成为首家冲刺公开市场的大型基础模型公司。

与 Anthropic 的果断推进形成鲜明对照的是，其最大竞争对手 OpenAI 已明确将 IPO 时间表推后。两家 AI 巨头在 2026 年秋天做出了方向相反的选择：一家选择用公开市场的透明度和资本深度为巨额算力开支融资，另一家则继续留在私募市场，用一轮高达 300 亿美元的融资填补上市前的资金缺口。

拟 11 月中旬登陆纳斯达克

Anthropic 此前已于 6 月秘密提交上市申请草案，10 月 26 日的公开提交意味着 IPO 流程进入实质性阶段。公司官方声明确认，S-1 涉及 A 类普通股的拟议发行，股票代码定为“ANT”，但发行股份数量和价格区间尚未确定，将在后续修订文件中披露。

本次 IPO 由高盛和摩根士丹利牵头，另有约 20 家银行参与承销，总计约 22 家承销商，摩根士丹利同时担任稳定价格经理人。据多家外媒报道，Anthropic 目标在 11 月 16 日当周进行 IPO，投资者路演预计于 11 月 9 日当周启动。

在股权结构上，Anthropic 设有 A 类、F 类、E 类、T 类和 N 类等多类股票。七位联合创始人（包括 CEO Dario Amodei 和总裁 Daniela Amodei）将通过一股特殊 F 类股票保留 50.1%的投票权，即便在上市后仍维持对公司的控制。亚马逊和谷歌是最大的战略股东，其中，亚马逊截至 6 月 30 日持有 62 亿美元可转换票据，若按 IPO 价格转股，可能获得约五分之一的流通股份；谷歌目前持股约 7%，并拥有按 IPO 价格追加投资 100 亿美元非投票股份的选择权。

估值方面，Anthropic 市场预期在 1.5 万亿至 2 万亿美元之间。在近期投资者活动中，部分投资者给出的估值约为 1.5 万亿美元，低于此前 2 万亿美元的预期，主要原因是季度营收增速有所放缓。即便按 1.5 万亿美元计，这仍是 Anthropic 今年 5 月 H 轮融资时 9650 亿美元估值的约 55%溢价。若最终定价落在区间上沿，此次 IPO 的募资规模和发行估值可能挑战甚至超越 SpaceX 今年 6 月创下的纪录，当时 SpaceX 募资 862.5 亿美元，估值约 1.77 万亿美元。

营收爆发与巨额账面亏损并存

Anthropic 提交的 S-1 文件呈现的是一组反差极强的数字。

Anthropic 2026 年上半年实现营收 162.86 亿美元，较上年同期的约 11.6 亿美元增长约 1300%；仅上半年收入就已远超 2025 年全年的 45.85 亿美元。第二季度单季营收达到 115.55 亿美元。在投资者日披露的第三季度数据中，营收进一步升至 168 亿美元，并连续第二个季度实现调整后盈利和正自由现金流。

与此同时，Anthropic 上半年净亏损高达 807.48 亿美元，而去年同期为亏损

130 亿美元。但这一数字的主要构成并非经营现金消耗：约 724 亿美元来自可转换票据和 SAFE（未来股权简单协议）的会计处理，随着公司估值飙升，这些早期融资工具在账面上转化为成本更高的负债，仅此一项就占净亏损的约 90%。运营亏损实际仅为 6.93 亿美元，调整后运营利润为 16.18 亿美元，调整后净利润为 26.71 亿美元。

真正的压力来自算力开支。Anthropic 上半年资本开支接近 90 亿美元，已超过 2025 年全年的 73 亿美元。更值得关注的是远期承诺：未来七至十年，Anthropic 须支付约 4500 亿美元的云计算合约费用，其中大部分不可取消，包括对谷歌云 1110 亿美元、亚马逊云科技 1100 亿美元、微软 310 亿美元，以及向 Nscale 和 Lambda 租用英伟达芯片最高 860 亿美元。若计入与博通交易中租用谷歌芯片的逾 1600 亿美元承诺，未来基础设施总成本将超过 6000 亿美元。文件明确警告，资本开支预计将“显著增长”，即使财务表现改善，经营及投资活动的净现金流出也可能继续维持高位。

此外，在风险因素中，客户集中度被单独列出：2026 年上半年 163 亿美元营收中，约五分之一来自仅两家客户，公司预计可预见的未来仍将有“相当大一部分”收入来自“数量有限的客户”。

与 OpenAI 的对比，一条分岔的上市路径

Anthropic 交表之际，OpenAI 的 IPO 状态恰好构成一个清晰的参照系。

时间表上，OpenAI 已明确退出 2026 年的上市窗口。CEO 萨姆·奥尔特曼在 9 月表示，公司今年不会推进 IPO，理由是 AI 安全与对齐工作尚未完成，维持私营结构可以让公司在必要时做出“可能不利于短期商业利益”的安全决策。OpenAI 首席财务官此前曾提及 2027 年作为目标，但奥尔特曼本人并未承诺这一时间点。OpenAI 在 6 月已秘密提交 S-1 草案，但此后选择暂缓推进。

此前有消息称 OpenAI 正接近完成一轮最高 300 亿美元的股权融资，投前估值约 1.25 万亿美元，拟由阿联酋投资方与一家美国机构联合领投。这轮融资被定位为 IPO 前的“过渡性安排”，用于填补短期资金缺口。有外媒报道称，OpenAI 正在 Anthropic 预期中的 11 月中旬上市之前加速锁定投资者承诺，其估值可能超过 1.4 万亿美元。

估值对比上，两者的私募/预期公开估值大致处于同一量级，但方向不同。OpenAI 最新私募估值约 1.25 万亿美元，2026 年 3 月上一轮融资时为 8520 亿美元（含募资）。Anthropic 的 IPO 预期估值为 1.5 万亿至 2 万亿美元，但其 5 月 H 轮私募估值“仅”为 9650 亿美元。换言之，Anthropic 正试图通过公开市场获得一轮显著的估值跃升，而 OpenAI 当前选择在私募市场以 1.25 万亿美元的水平继续融资。

Anthropic 方面明确提出，成为上市公司所带来的透明度要求，反而有助于强化 AI 安全，公开披露和外部监督可以构成一种治理约束。而 OpenAI 的立场是，

私营结构为安全决策保留了更大的灵活性，使其能够在不承受季度业绩压力的情况下处理前沿模型的风险。

从市场节奏看，Anthropic 的 IPO 将是对公开市场投资者对基础模型公司估值容忍度的一次直接检验，尤其是在算力成本以数千亿美元计、客户集中度尚未分散的背景下。而 OpenAI 的按兵不动，则意味着这一检验暂时不会发生在它身上至少不在 2026 年。

2、Meta 拟融资 350 亿美元并计划推出 600 亿美元股票发行计划，加码 AI 基础设施投资

每经 AI 快讯，10 月 26 日，Meta 宣布启动总规模约 350 亿美元的同步公开发行，包括 225 亿美元 A 类普通股和 125 亿美元强制可转换优先股存托股份，并计划于 2027 年第一季度推出最高 600 亿美元的场内股票发行计划。英伟达、AMD 和博通已表示有意合计认购最高 50 亿美元的 A 类普通股，但尚未作出有约束力的承诺。 Meta 表示，融资将用于一般公司用途，支持人工智能基础设施及个人超级智能等业务发展。公司预计 2026 年资本支出将达 1350 亿至 1450 亿美元。截至第三季度末，Meta 持有约 820 亿美元现金、现金等价物及有价证券；前三季度经营现金流为 970 亿美元。公司第三季度营收为 646 亿美元，同比增长 26%，净利润为 99 亿美元。（界面新闻）

3、谷歌财报未能安抚 AI 支出担忧，高管坦言：AI 搜索增长，变现却未跟上

谷歌上季度的搜索与广告销售均未达到预期，让投资者愈发担忧这家巨头在 AI（人工智能）领域的地位稳定性。

当地时间 10 月 28 日，谷歌母公司 Alphabet 发布一份令市场失望的三季报，总营收以及搜索和广告业务的表现全线低于市场预期。财报显示，Alphabet 第三季度实现营收 1275.77 亿美元，同比增长 25%，低于市场预期的 1282 亿美元；非美国通用会计准则下（Non-GAAP）净利润为 261.70 亿美元，同比下降 34%。

同时，谷歌来自搜索引擎及相关业务的广告收入低于预期，创下 5 个季度以来的最慢增速。而未来用于采购算力和能源等资源的承诺支出总额已达到 9240 亿美元，加上 1520 亿美元的尚未开始履行的承诺（如数据中心租赁等），使谷歌的未来应付债务与履约义务总额大幅突破 1 万亿美元。

在当天的美股盘后交易中，谷歌（Nasdaq: GOOGL）股价暴跌 10%，与竞争对手微软形成了鲜明的对比：后者报告了超出市场预期的云业务增长，同时成功控制了支出，从而推动其盘后股价涨近 3%。

在财报电话会上，谷歌 CEO 桑达尔·皮查伊（Sundar Pichai）、首席财务官阿纳特·阿什肯纳齐（Anat Ashkenazi）等高管试图安抚市场情绪。他们回应称，AI 搜索变现滞后是公司的主动选择，自由现金流转负是受到 TPU（张量处理单元）

库存前置的“时间差”影响，明年将是真正的收获之年。

AI 投入持续扩大，AI 搜索变现率有待提升

皮查伊强调，AI 投资正在推动用户使用量增长，也在带动整体搜索查询量增长，其中包括商业相关查询：“我们的搜索查询量同比增速达到了过去 5 年来的最高水平。”

皮查伊表示，谷歌正在把 AI 体验整合到传统搜索、AI Overviews 和 AI Mode（AI 模式）中，并把智能体功能扩展到搜索和 Gemini 之外的 Chrome、Android 及 Workspace。

据披露，AI Mode 中的查询平均长度约为传统搜索的 3 倍；全球范围内的 AI Mode 查询中，约五分之一涉及语音、图像或文档。

不过，谷歌首席商务官 Philipp Schindler 坦言称，谷歌搜索中新标签页 AI Mode 的日益普及，反而对公司的业绩造成了拖累。目前看来，这些查询的“变现率较低”，但公司依然保持乐观态度，并计划将更多广告引入这一板块。

在谷歌还在寻找 AI 变现增长方式的同时，公司的赌注正在变得越来越昂贵。谷歌第三季度资本支出达到 513.6 亿美元，公司维持 2026 年资本支出预期不变，该预期在第二季度被上调至 1950 亿美元至 2050 亿美元。

同时，谷歌预计年度资本支出将在 2027 年超过 3000 亿美元。阿什肯纳齐表示：“我们依然预计 2027 年的资本支出将大幅增加，并将在第四季度电话会议上提供更多细节。”

报告期间，公司自由现金流为负 91 亿美元。值得注意的是，谷歌已经连续第二个季度录得负自由现金流，这是公司自上市以来从未发生过的现象。

Motley Fool 的科技分析师 Anders Bylund 表示：“搜索业务仍然贡献了 Alphabet 绝大部分现金流，而连续两个季度的负自由现金流表明，纯粹的 AI 商业算盘目前根本敲不通。”

云业务成财报唯一亮点，TPU 业务处于扩张阶段

此前，谷歌努力利用其积累多年的用户数据，通过生成更具个性化的回答来打造竞争优势。然而近几个月以来，在开发 AI 编程工具方面，公司已经落后于 Anthropic 和 OpenAI。

就在财报电话会议召开前几小时，谷歌发布了一款名为 Carbon 的新 AI 模型，聚焦网络安全与长时工作。“我们很快还会推出更多模型，”皮查伊表示，“包括效率更高的版本，以帮助开发者优化速度和成本，并部署给我们的数十亿用户。”

皮查伊还表示，在 Gemini 4 Argon 发布的第一周，即使当时受到算力容量限制，开发者平台上的模型使用量的增速达到 Gemini 3 的 3.5 倍。

谷歌云 CEO Thomas Kurian 在其首次公开出席的财报电话会上披露了一系列积极的数据：年营收超过 10 亿美元的产品线有 18 条，过去 12 个月使用 Gemini Enterprise 处理至少 1000 亿 Token（词元）的客户超过 2600 家，处理至少 10 万亿 Token 的客户近 75 家。

对于公司的芯片业务，据 Kurian 介绍，谷歌目前有超过 100 家重要的 TPU 客户。公司正从三个方面扩大 TPU 业务：继续改进芯片产品，优化软件和开发者工具，以及拓宽分发渠道。

Schindler 还解释道，因为 TPU 业务处于扩张阶段，库存和现金需求会先行增加，更多 TPU 系统销售收入预计将在 2027 年确认。

Jefferies 分析师 Brent Thill 认为，云业务是谷歌上季度唯一一项表现超预期的业务，但超出的幅度并不大，且未能达到部分高预期目标。

Investing.com 资深分析师 Thomas Monteiro 表示，第四季度对于谷歌来说将是一场真正的考验："要么皮查伊和他的团队修复公司将 AI 变现的方式，要么这家巨头就将面临在不久的将来失去数个核心业务领导地位的风险。"

他补充道："在谷歌证明自己能像当年给搜索广告定价那样为 AI 收费之前，它发布的每一份资本支出预测读起来都不像是雄心壮志的表达，而更像是一张巨额账单。"（澎湃新闻）

4、OpenAI 发布 GPT-6.1 Terra：能自主操作电脑！成本砍半、速度快 3 倍

快科技 10 月 27 日消息，OpenAI 最新发布 GPT-6.1 Terra，定位为快速高效的中端模型，把精细视觉推理、精准电脑操作与更自然的写作结合起来，面向起草方案、解读技术图纸、填写表单、编辑视频等日常高频办公任务，官方称其相比 GPT-5.6 Terra 是一次明显升级。

模型已面向 ChatGPT 的 Plus、Pro、Enterprise 和 Edu 用户在 ChatGPT Work 与 Codex 中开放，开发者也可通过 OpenAI API 以 gpt-6.1-terra 调用。

在专业任务基准 Agents'Last Exam 上，官方数据显示中等推理强度下 Terra 得分比 GPT-5.6 Terra 高 15%，单次任务成本约为后者三分之一，成绩可与旗舰 GPT-6 Astra 持平而每 Token 单价约为其十分之一。

最高推理强度下，其 Token 使用效率为 Claude Opus 5.5 的 3 倍以上、单价约四分之一，折算单任务成本低约 9 倍，完成任务速度比 GPT-6 Astra 和 GPT-6.1 Sol 快 3 倍以上。

视觉推理基准 MMMU-Pro 中，Terra 在各推理强度下均超过 GPT-5.6 Terra，以更低成本接近 GPT-6 Astra 与 GPT-6.1 Sol。

桌面操作基准 OSWorld 2.1 上，中等推理强度即超过 GPT-5.6 Terra 的最佳成绩。

事实性方面，OpenAI 内部高难度错误诱导提示测试显示，低推理强度错误率从 GPT-5.6 Terra 的 53.6%降至 16.7%，下降约 37 个百分点，最高强度错误率降至 4.3%，接近 GPT-6 Astra 和 GPT-6.1 Sol。

编程基准 Terminal-Bench 4.0 最高强度下解决 50.3%的任务，高于 GPT-5.6 Terra 公开成绩 21.5%的两倍；Terminal-Bench-Science 0.1 最高强度下超过 GPT-6.1 Sol，距 Claude Opus 5.5 不足 5 分。

Terra 在 OpenAI Preparedness Framework 网络安全评估中达到 Critical 级别，并沿用 GPT-6 Astra 的防护措施，官方称其更易守住任务范围、主动说明自身局限，对提示词注入的抵抗能力有所增强。

5、微软最新财报出炉： Azure 增长 48%，设备收入低于预期

当地时间 10 月 28 日，微软在盘后公布了 2027 财年第一财季（截至 9 月 30 日）的财报。

财报显示，该财季微软营收为 923 亿美元，同比增长 19%。净利润为 366 亿美元，按美国通用会计准则（GAAP）计算增长 32%。受财报表现影响，微软股价盘后上涨了 2.9%。

微软董事长兼首席执行官 Satya Nadella（萨蒂亚·纳德拉）表示：“通过帮助企业构建并掌控自身的智能，并通过保障智能体的安全与可靠赢得信任，我们正在将创新转化为各行各业日益增长的应用和实际影响。”

这一业绩披露是微软调整财报披露结构后发布的首份财报。微软从此前的三个报告部门（生产力和业务流程、智能云、更多个人计算）改为两个部门：“智能体和基础设施”与“设备和消费者”。

智能体和基础设施部门业务包括 Azure、Microsoft 365 云产品，生产力与服务器授权、行业解决方案、前沿和支持服务。第一财季收入为 768 亿美元，增长 25%。其中 Azure 收入增长 48%。

萨蒂亚·纳德拉在财报电话会上公布了 AI 工具 Copilot 完成更新后的成绩。第一财季，微软将聊天、Cowork、Autopilot 和 Code 整合为一个统一体验，并将 Copilot 看作是新的工作操作系统。萨蒂亚·纳德拉表示该季度 Copilot 每日用户量环比增长近 50%，同比增长超过 5 倍。

设备和消费者部门业务包括搜索和广告、Xbox、Windows OEM 和设备。第一财季该部门的收入为 155 亿美元，下降 3%。其中搜索和广告收入增长了 12%，而 Xbox 内容和服务收入下降 2%，主要受第三方内容和 Xbox Game Pass 的下滑影

响。Windows OEM 和设备收入下降 22%，低于预期。主要受去年 Windows 10 支持终止需求、OEM 和渠道合作伙伴库存减少以及 PC 市场需求疲软的影响，库存水平依然偏高。

微软执行副总裁兼首席财务官 Amy Hood（艾米·胡德）表示该季度资本支出为 452 亿美元，大约四分之三的资本支出用于短期资产，主要是 CPU 和 GPU，包括更高的内存和存储成本，因为公司持续投资客户构建和扩展 AI 应用所需的基础设施。在上个季度，微软新增了 24 个数据中心。

此外，微软预计第二财季的资本支出将超过 500 亿美元，2026 年全年支出预计约为 1700 亿美元。

萨蒂亚·纳德拉在财报电话会上强调了微软专注于三件事：设计 AI 以赋能人们、确保每个组织对其自身学习拥有主权，以及通过确保智能体安全与保障的控制措施来建立信任。在今年 9 月，微软发布了名为《人文主义人工智能行为准则》的文件，阐述微软 MAI 模型的预期行为与价值观。在具体操作层面，微软提及 MAI 模型不抵抗或规避人类控制，始终承认人类意图的优先性。同时模型的行为保持在授权范围内，MAI 模型不会独立发起目标，也不会将其范围扩展到用户或运营方合理要求之外。（第一财经）

6、亚马逊三季度云业务营收增近四成：自由现金流持续为负，维持全年资本开支水平

受人工智能（AI）投资持续增加影响，电商巨头亚马逊的自由现金流进一步承压。

当地时间 10 月 29 日，亚马逊发布了 2026 年第三季度财报，三季度营收同比增长 12%至 2019.44 亿美元，低于市场预期的 2023 亿美元；净利润达到 206.85 亿美元，与上年同期的 211.87 亿美元相比下降 2%；稀释后每股收益为 1.89 美元，低于市场预期的 1.96 美元。

亚马逊表示，净利润下降的主要原因是在去年第三季度，公司因投资 AI 初创公司 Anthropic 而确认了 95 亿美元的税前收益。

业绩指引方面，亚马逊预计，2026 年第四季度营收在 2400 亿美元至 2470 亿美元之间，意味着同比增长 12%至 16%，该指引区间的中值低于华尔街预期的 2445 亿美元；预计营业利润将达到 285 亿美元至 335 亿美元之间，上年同期为 250 亿美元。

亚马逊 CEO 安迪·贾西（Andy Jassy）强调，公司在 AWS 功能和基础设施方面的投资正在发挥作用："第三季度，AWS 营收同比增长超过 39%，年化营收规模达到 1840 亿美元；我们预计，AWS 在 2027 年和 2028 年的营收增速都将超过 40%。"

贾西表示：“我们更丰富的商品选择和更快的配送速度，正帮助我们在零售市场获得更大的份额，同时不断改善利润率。从生鲜杂货、药房到亚马逊 Leo 卫星互联网业务和 Zoox 自动驾驶业务，我们的新兴业务也都在取得令人鼓舞的进展。过去，从来没有哪项业务的年营收能达到 1 万亿美元，而未来 5 至 10 年，我们可能拥有两家这样的业务。”

29 日当天，亚马逊股价（Nasdaq：AMZN）跌 4.25%收于每股 243.79 美元，总市值 2.63 万亿美元。由于营收利润双双不及预期，财报发布后，公司盘后股价大跌超 7%。

资本支出方面，亚马逊第三季度资本支出达到 773 亿美元，和去年同期的 351 亿美元相比大增 120%，高于市场预期的 575 亿美元。

亚马逊维持了 2026 年资本开支预期，仍预计全年资本开支将达到 2200 亿美元。贾西在财报电话会上表示，公司预计 2027 年的支出将“显著高于今年”，同时强调，亚马逊对获得可观的财务回报“有着清晰的预期路径”。

为了满足 AI 基础设施需求的激增，科技巨头一直在大幅增加支出。不过，近期已有迹象显示，这轮资本开支扩张可能正在放缓。

一天前，微软将全年资本开支预期从 1750 亿美元下调至 1700 亿美元；谷歌母公司 Alphabet 则维持全年资本开支预期在 1950 亿至 2050 亿美元之间。

值得注意的是，亚马逊已经连续第二个季度出现自由现金流为负的情况。在截至第三季度的过去 12 个月内，公司自由现金流为负 424 亿美元，同比变动幅度达 386%。今年第二季度，亚马逊报告的自由现金流为负 76 亿美元。

亚马逊表示，自由现金流承压，主要是由于 AI 投资推动不动产和设备采购支出增加。

分业务来看，亚马逊最受市场关注的 AWS 云业务在本季度营收 459.84 亿美元，同比增长 39%，高于市场预期，上一季度增速为 37%。

目前，AWS 仍然在云基础设施市场占据领先地位，而来自微软 Azure 云和谷歌云的竞争日益激烈。微软和谷歌的最新财报显示，微软 Azure 云业务的收入同比增长了 48%，谷歌云的收入增长了 103%。

杰西表示，公司的核心计算和存储收入“实现了近几年来最快的增长”。他预计，未来 5 至 10 年，AWS 将成长为一项营收达到 1 万亿美元的业务。

关于公司的自研芯片，贾西称其营收“持续保持同比三位数百分比增长”，公司已计划将其在外部部署：“由于市场对 Trainium 芯片的需求非常强劲，客户不断鼓励我们将其扩展到 AWS 之外。我们计划在 2027 年底实现这一目标。”

尽管 AWS 业务保持强劲增长，但亚马逊零售业务和广告业务的表现则相对逊

色。零售业务仍然是亚马逊营收规模最大的业务板块。

亚马逊第三季度线上商店销售额同比增长 2%至 684.7 亿美元。相比之下，该业务去年同期的销售额同比增长近 10%，意味着其增长明显放缓。广告业务营收同比增长 11%至 196.4 亿美元，同样低于 208 亿美元的市场预期。

亚马逊表示，这两项业务的表现均受到公司调整 Prime Day 促销活动时间的部分影响。为了避免与 7 月举行的国际足联世界杯赛事时间冲突，亚马逊将部分国家和地区的年度 Prime Day 促销活动提前至第二季度举行，而非往年通常安排的第三季度。（澎湃新闻）

三、投资建议

Anthropic 正式提交 S-1 招股说明书，拟以代码 ANT 登陆纳斯达克，成为首家在公开文件中系统披露单季 GAAP 经营盈利的前沿模型公司。其招股书为国内 AI 产业提供了可验证的全球估值锚点。

财务层面，公司收入进入指数级释放期。2026 年上半年收入 162.86 亿美元，同比增长约 13 倍；二季度单季实现经营利润 9.74 亿美元，经营利润率约 8.4%，调整后经营利润率 19.3%，经营现金流转正。上半年 807 亿美元净亏损中，约 724 亿美元为可转债等金融工具公允价值变动，属非现金账面损失，不改变经营基本面。规模效应已开始覆盖算力与研发刚性投入，但远期算力合同金额庞大，收入增速仍需持续跑赢交付节奏。

Anthropic 上半年收入 162.86 亿美元、经营亏损率约 4.3%、调整后经营利润为正；智谱上半年收入 9.54 亿元人民币，毛利率 26.4%，研发支出 21.31 亿元，经调整净亏损 19.64 亿元，经营现金流净流出 33.74 亿元；MiniMax 上半年收入 1.17 亿美元，毛利率 17.9%，研发支出 2.97 亿美元，经调整净亏损 2.93 亿美元。三家共同特征是收入高增长与 API 化转型，但盈利阶段分明：Anthropic 已跨过单季经营盈利拐点，智谱与 MiniMax 仍处高研发投放、亏损收窄的早期爬坡期。

投资建议围绕三条主线展开。算力基础设施确定性最强，国产 AI 芯片、服务器直接受益资本开支上行；头部大模型厂商具备客户扩张与毛利率修复弹性，逐步临近盈利拐点；垂直 Agent 应用打开客单价空间，优先布局绑定企业核心工作流、具备高留存与高增购验证的软件、办公、金融、工业场景。后续跟踪收入增速与算力交付匹配度、国内厂商研发成本显性化节奏，以及云渠道依赖对利润率的长期侵蚀。

四、风险提示

1、政策落地不及预期;

2、技术发展不及预期;

3、市场竞争加剧。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

钟哲元，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。
本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。在本人所知情的范围内，本人所在机构、本人以及本人的利害关系人与本报告所评价或推荐的证券不存在任何利害关系。
国新证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，以下简称本公司）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。本公司的资产管理和证券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的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。
本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。
本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

国新证券股份有限公司市场研究部
地址：北京市西城区骡马市大街 20 号院一区中海金融中心 1 号楼 9 层（100052）
传真：010－85556155 网址：**www.crsec.com.cn**