

1. 4万亿美元资本支出，计算能力提升四倍，以及截至2028年值得关注的人工智能收入来源

更新数据显示，每吉瓦（GW）的底部成本上升以及未来产能预期增加，促使我们将超大规模资本支出（capex）上调至2028年的1. 4万亿美元，目标路径为120吉瓦（2025年为30吉瓦）。META是首选股，拥有5个被低估的看涨期权，而AMZN和GOOGL的超大规模营收预计将加速增长，并保持强劲的盈利能力。

生态系统仍然受计算能力限制，且支出紧迫……我们已详细论述过计算能力（计算资源）的价值提升、战略重要性以及变现的可能性（参见此处和此处）。实际上，芯片/机架、托管外壳（参见我们主题团队在此领域的工作，由Stephen Byrd领导）及其他瓶颈的限制，正将从破土动工到数据中心开业的周期拉长至长达3年。此外，我们 также 认为，社会对数据中心发展的日益反感和“28年”总统大选前政治不确定性，正迫使超大规模企业（hyperscalers）提前建设以强调就业创造。这进一步加剧了通胀压力。因此，我们预计资本支出（capex）将继续攀升（现在预计我们所追踪的五家主要公司将达到1. 2万亿/1. 4万亿美元），并且我们高度关注各公司引入产能以驱动并受益于增量AI赋能收入的能力（从裸金属计算到全栈首/第三方软件和服务）。

... 如今我们看到超大规模企业资本支出（Capex）在2027/28年达到约120亿/140亿美元……如本文所述，我们继续采用自下而上的模型，围绕即将投入使用的计算能力所需资本支出进行测算。我们拥有IT硬件成本（服务器机架、芯片、内存、CPU、网络等）以及机架外成本（建筑材料、电气和机械系统）的估算，以此得出建设每吉瓦（GW）容量（按芯片类型划分，涵盖10种不同芯片）的估算成本… …请参见第10附表，了解我们最新的每吉瓦成本估算，该估算因内存和带电外壳相关成本面临的进一步通胀压力而上涨约20%（针对GPU）。然后我们将这些建设成本应用于超大规模企业对GPU/ASIC的供应分配估算，从而得出前瞻性资本支出。

我们在Alphabet Inc. 中大幅提高了GOOGL的资本支出预期：深入探讨“28年计算能力、TPU销售和收入”（2026年6月29日）。今天，我们同时提高了META和AMZN（AWS）的资本支出预期，随着META的“27/28年”资本支出分别提高29%和22%，达到2250亿/2500亿美元……以及AMZN公司整体的资本支出分别提高15%和29%，达到3080亿/3180亿美元。

摩根士丹利公司		
布莱恩·诺瓦克, CFA		
分析师		
Brian.Nowak@morganstanley.com		+1 212 761-3365
朱利安·埃雷拉		
研究助理		
Julian.Herrera@morganstanley.com		+1 212 761-1784
高瑞格		
研究助理		
Greg.Gao@morganstanley.com		+1 212 296-3125
尼基尔·贾维里		
研究助理		
Nikhil.Javeri1@morganstanley.com		+1 212 761-3742
卡维娅·A·纳拉扬		
研究助理		
Kavya.Narayanan@morganstanley.com		+1 212 761-4183

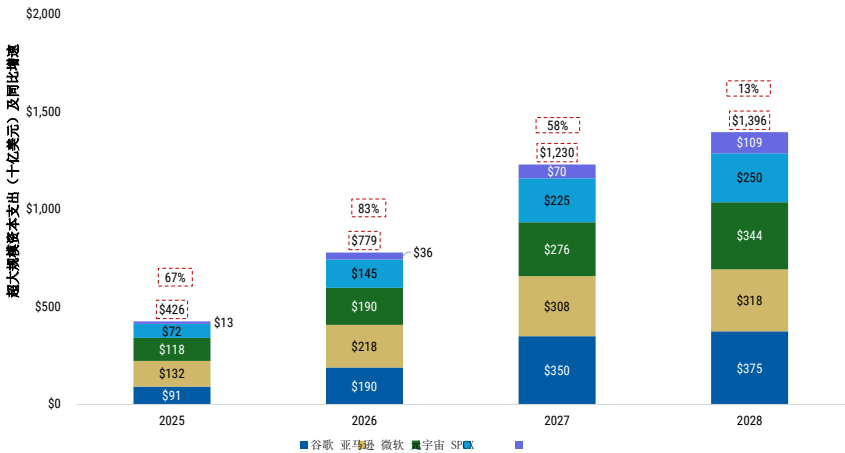
互联网	
北美行业概览	吸引人的

摩根士丹利会并与涵盖在其研究范围内的公司进行业务往来。因此，投资者应注意，该机构可能存在利益冲突，从而影响摩根士丹利研究的客观性。投资者应将摩根士丹利研究视为其投资决策中的单一因素。

对于分析师认证及其他重要披露信息，请参阅本报告末尾的“披露”部分。

如对我们的最新单位GW成本、GW产能或新的Meta API变现模式感兴趣，请告知。

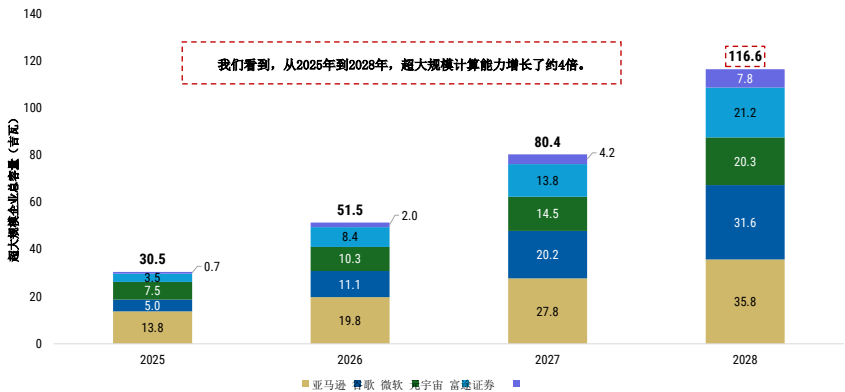
附件1：我们将“27/28”年总超大规模企业资本支出（不含SPCX，今年首次包含在内）提高9%/10%，目前正模拟“27/28”年约120亿/140亿美元资本支出。



数据来源：公司数据，摩根士丹利研究估计，注释：AMZN 代表公司总资本支出，SPCX 代表地面计算资本支出。注释：MSFT 资本支出估计为日历年。

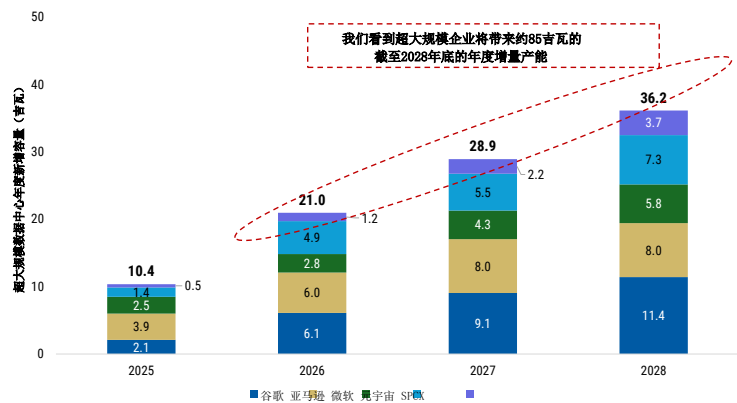
... 我们预计这将推动可用计算能力在2028年提升4倍：但我们认为这项投入将带来更多的计算能力... 预计到2028年，总超大规模计算能力将接近120GW，从2025年的约30GW大幅增长。虽然GOOGL预计将增加最多的计算能力（2027年为9GW，2028年为11GW），但我们认为AWS在2028年将拥有最多的可用计算能力（35GW，高于GOOGL的31GW）。我们预计META在2027/2028年将达到总容量14/21GW，从2025年底的约3.5GW大幅增长。请注意，这与近期一篇报道中提到的该公司在2027年底拥有约14GW容量的说法有所不同。对于META，我们预计2026/2027年的新增容量中，55%/90%将来自第一方，而45%/10%将来自第三方合作关系。

图2：我们的自下而上的研究显示，到2028年，总超大规模计算能力预计将达到约120吉瓦.....较2025年的约30吉瓦有所增长：GOOGL AMZN MSFT META SPCX



公司数据，摩根士丹利研究预测，注：SPCX代表地面计算能力。注：GOOGL能力代表内部GOOGL和Google Cloud的增量，我们预计约一半的能力增量将分配给每个。注：MSFT能力估计代表财政年度估计。注：META能力估计包括内部拥有和外部租赁的能力。

图3：... 预计GOOGL将增加最多产能，其次是AMZN和META。



公司数据，摩根士丹利研究预测，注：SPCX代表地面计算能力。注：GOOGL能力代表内部GOOGL和Google Cloud的增量，我们预计约一半的能力增量将分配给每个。注：MSFT能力估计代表财政年度估计。注：META能力估计包括内部拥有和外部租赁的能力。

哪些收入来源和因素对META、AMZN和GOOGL最为重要，才能证明其支出合理性并驱动超额表现？目前AMZN、GOOGL、META的市盈率在16-20倍（基于2028年每股收益）。鉴于支出仍在持续增长，我们预计投资者将高度关注实质性增量、可持续且盈利的收入增长信号。那么，我们如何在第二季度及展望2027年时看待这些因素？

图4：亚马逊（AMZN）、谷歌（GOOGL）、Meta目前市盈率为28倍EPS的16-20倍

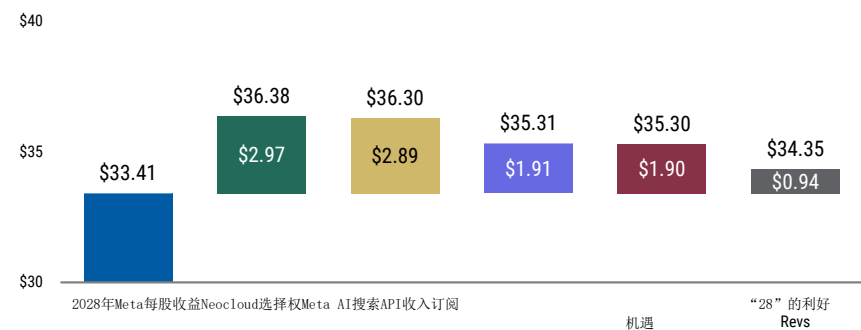
同行当前股价	目标价格	涨幅百分比	2022年每股收益	2028年市盈率（当前）	2028年市盈率（目标）	2022-2028年每股收益复合年增长率	2028年市盈率（当前）	2028年市盈率（目标）	
AMZN	\$246	\$330	34%	\$15	16x	22x	25%	0.6x	0.9x
GOOGL	\$357	\$415	16%	\$19	19x	22x	14%	1.4x	1.6x
META	\$666	\$775	16%	\$33	20x	23x	1%	14.3x	16.6x

来源：公司数据，摩根士丹利研究估计

META：5个被低估的看涨期权和每股收益驱动因素……仍是首选。目标价775美元有15%的上涨空间，但可能还有更多。如下方所示，并在Meta Platforms Inc：4款产品将Meta重新打造成“AI赢家”（2026年6月2日）中详细说明，我们现在看到了5个META看涨期权，其盈利能力高于我们基本情景下的~28美元的‘28年每股收益，而这些期权目前尚未定价。我们认识到这些风险，并承认公司需要推出这些产品来推动盈利能力的提升和市盈率的扩张……但META仍然拥有最大的期权空间，市场对其支出进行惩罚，并未给予其支出带来的潜在收入的信用。

总计来看，这些因素可能代表高达约10美元的每股收益（或比我们的估计高约30%）... 这意味着，如果所有这些进展顺利，META目前可能以约28财年每股收益的15倍进行交易。你不需要所有这些，但你只需要META成功推出并扩展这些产品，市场才会对这项投入的回报率更有信心。

图5：我们看到META有多只低估的1-3美元每股收益看涨期权……这为我们提供了多条路径达到2028年每股收益38-40美元的目标。



来源：公司数据，摩根士丹利研究估计

评估供需两端的API收入机遇，尽管如此

此前已评估过新云、搜索和订阅业务的机会。

将 Muse Spark 1.1 对外发布及定价引人注目，因其定价低至私营公司报价的30%至85%。

图6：Muse Spark 1.1的价格在其前沿同价中具有显著优势。

模型	输入美元/百万	输出美元/百万	输入定价与输出定价与	
	标记	标记	缪斯之火	缪斯之火
缪斯火花 1.1	\$1.25	\$4.25	Baseline	Baseline
边界模型A	\$2.00	\$6.00	(38%)	(29%)
边界模型B	\$5.00	\$30.00	(75%)	(86%)
边界模型C	\$5.00	\$25.00	(75%)	(83%)
边界模型D	\$2.00	\$10.00	(38%)	(58%)
边界模型E	\$2.00	\$12.00	(38%)	(65%)

来源：公司数据，摩根士丹利研究估计

因此，我们的目标是在最可能使用该API的广告商/公司背景下，评估META的API收入机会。但这一切都始于容量分配，在我们的方法论中，我们从为特定容量所需的GPU数量，以及我们从公开基准测试中了解的代币/GPU信息，以及Muse Spark 1.1的API定价，来推算API收入。利用这些信息，我们估计，为META的API分配的每100兆瓦计算能力可能产生高达80亿美元的收入和约2美元的’28每股收益。鉴于META预计将在’26/’27年增加约10吉瓦的计算能力，如果需求存在，显然他们将拥有足够的容量。

但来自公司和广告商的需求将是推动采用的关键（预计将开发出业务代理、编码助手、广告活动管理和模型 harness 等工具）。如果这些工具能提升投资回报率，我们就预期会看到采用情况……因此，Meta 开发的工具将非常重要。其他 LLM 目前其高级产品套餐每月收费 200-300 美元。在我们的基准情景下，我们假设 Meta 的 1500 万广告商中有 25%，即约 400 万家，为其产品每月支付约 200 美元，这再次带来 80 亿美元的营收和约 2 美元的 2028 年每股收益。

rõ ràng, mảng kinh doanh mới này chắc chắn đi kèm với rủi ro thực thi c
ao hơn, nhưng chúng tôi hy vọng/tin tưởng rằng các mối quan hệ quảng c
áo/doanh nghiệp hiện có của Meta (và chiến lược giá thâm nhập mạnh mẽ)
sẽ giúp nó có lợi thế ban đầu trong việc xây dựng kinh doanh tại đây.
Đề thúc đẩy kinh doanh API, chúng tôi ước tính META chỉ cần phân bổ kh
oảng 100MW năng lực GB300, như sau, và có thể dễ dàng đáp ứng nhu cầu
API bổ sung bằng năng lực cơ sở khoảng 21GW vào cuối năm 2028, tạo ra
tiềm năng tăng trưởng thêm cho doanh thu và EPS.

如果您对我们的META API收益模式感兴趣，请告知我们。

第七项证据：从产能角度来看，我们估计，为Muse Spark 1. 1项目部署的每1
00兆瓦GB300产能，可为我们的2028年每股收益创造高达约6%的增长空间...

基于已部署的GB300 API能力的元API收入	
已部署的容量面向API（兆瓦）	100
每架机架的KW数	135
等于号 Racks 部署朝向 API	741
每机架(X)GPU数量	72
等于 53,333 个 GPU 部署至 API	
(X) 个/秒/GPU	4,300
(X) Seconds per Year	31,536,000
(X) GPU利用率	75%
(=) Tokens per Year (tn)	5,424
混合令牌定价	\$1.58
(=) API Revenue (\$mn)	\$8,588
'28年营收的涨幅百分比	2%
API收入	\$8,588
毛利	75%
(=) 毛利润	\$6,441
(X) GP穿透流	100%
(=) Incremental EBIT	\$6,441
(X) 边际税率	21%
(=) 净利润	\$5,089
已发行股份数	2,669
(=) 每股收益上行潜力	\$1.91
'28年每股收益（EPS）的涨幅百分比	6%

来源：公司数据，摩根士丹利研究估计

第八项证据：在我们的基准案例中，我们假设Meta的1500万广告商中有25%，即约400万，每月为其产品支付约200美元，这将产生约80亿美元的营收和约2美元的每股收益。

基本情况

广告商	15	15	15	15	15
(X) 广告商API渗透率	15%	25%	35%	45%	55%
(=) 使用API的广告商	2.3	3.8	5.3	6.8	8.3
API Revenue (\$mn)	\$8,588	\$8,588	\$8,588	\$8,588	\$8,588
使用API的广告商 (mn)	2.3	3.8	5.3	6.8	8.3
(=) 每客户年支出	3,817	2,290	1,636	1,272	1,041
年中的月份	12	12	12	12	12
客户月均消费额	\$318	\$191	\$136	\$106	\$87

公司数据，摩根士丹利研究

亚马逊（AMZN）：AWS收入强劲，盈利能力及未交付订单良好。目标价330美元，有约35%的上涨空间。

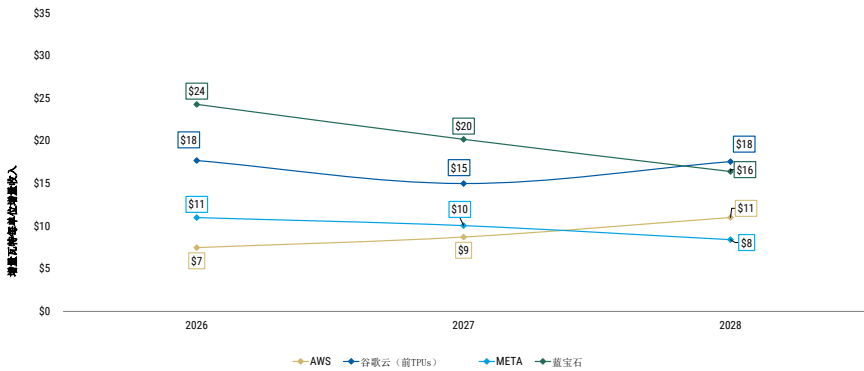
首先，亚马逊（AMZN）的计算能力正在顺利扩展，并可能推动超出预期（且定价）的AWS收入增长。事实上，即使是我们预测的2026/2027年AWS收入增长35%/40%，考虑到它仅意味着7/9美元的增量收入/增量瓦特，也 arguably 是保守的。欲了解更多信息，请参阅互联网：GOOGL的50美元/瓦特交易及其对GOOGL、AMZN、META和Gen AI ROIC的信号意义（2026年6月17日）。

我们预计 AWS 的积压订单也将大幅增长，第二季度环比增长 1100 亿美元，达到约 4750 亿美元，这得益于私有实验室协议。这应该会增强市场对多年增长持续性的信心。我们认为，AWS 拥有几乎所有领先的模型、中小型模型和定制模型，使其在优化每项任务的代币成本是关键的世界中处于领先地位。Bedrock 在这方面是赢家。最后，请记住，如果 META 确实扩展其智能体服务，它可能会部分在 Graviton 上运行（参见此处），这将进一步支持 AWS 强大的 AI 定位。

如果您对我们的最新AWS模型和积压文件感兴趣，请告知我们。

其次，我们认为亚马逊的零售业务仍然是一个被低估的生成式人工智能赢家，其算法匹配能力正在提升，广告业务更加强劲，并且拥有通过机器人技术实现更强劲长期单位经济模型的期权（详情请见此处）。

图9：我们看到，对向前看超大规模企业收入预估存在向上偏差，因为每增加一瓦所对应的增量收入看起来比较保守——尤其是在亚马逊网络服务（AWS）上。



来源：公司数据，摩根士丹利研究估计

谷歌：全栈AI领先者，云业务加速且“28”年可见度提升……但产能存在战术风险。415美元目标价有约20%上行空间：我们详细阐述了谷歌母公司Alphabet Inc. 中，关于其自建云和第三方TPU的机遇：深入分析“28”年计算能力、TPU销售额及收入预期（2026年6月29日）。在我们看来，这是关键主题驱动因素，因为我们预测谷歌云在2026年第二季度将增长77%/78%。但我们也预计搜索业务将持续强劲增长（2026年第二季度增长17.5%/16%）……以及“27”/“28”年将增长11%/8%，随着谷歌持续推出更多用户参与和变现驱动因素。

最后，虽然根据GOOGL在I/O上设定的时间表，Gemini 3.5的发布有所推迟，但我们也在寻找Gemini模型在下半年进一步的模型迭代和产品化，以增强市场对GOOGL技术领导地位和商业化定位的信心。我们对GOOGL的一个战术风险是，我们认为其受到计算能力的限制（参见其与SPCX的最新租赁协议）。因此，计算能力限制对收入增长的阻碍程度或产品发布的速度，可能对短期业绩和/或估值倍数构成不利因素。这似乎在META和AMZN那里风险要小得多。

SPCX由Adam Jonas负责。

我们估计的变更

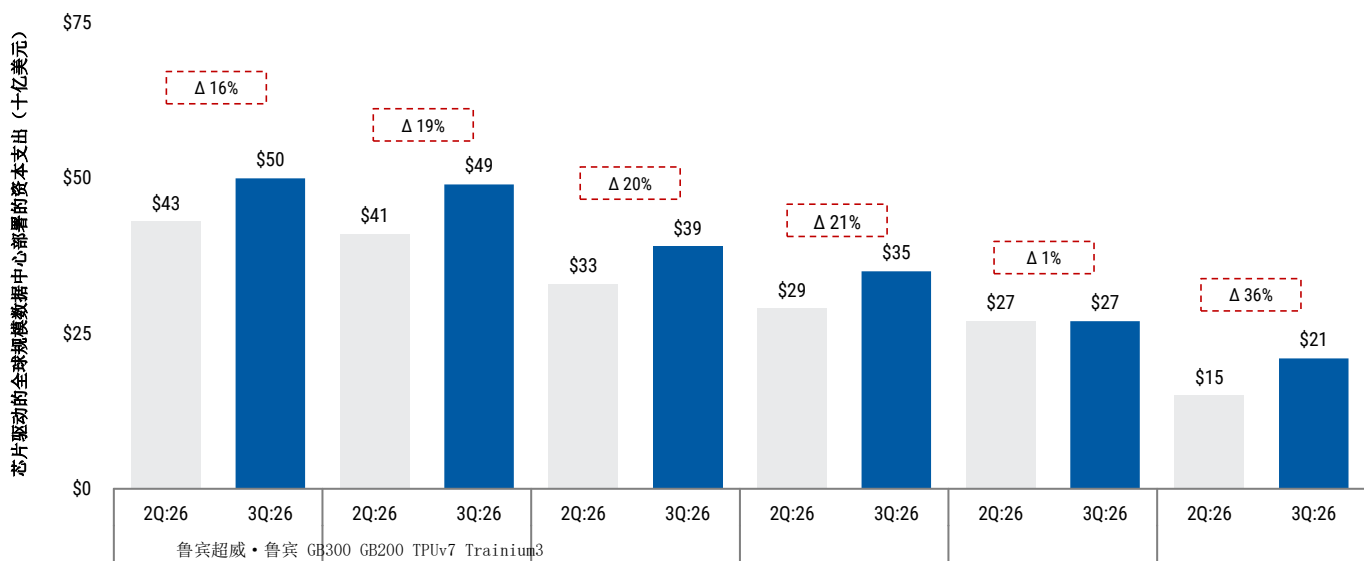
我们正在根据进一步的上游通胀压力更新我们的每吉瓦成本自下而上框架……这意味着GPU成本将增加约20%。

1. 机架成本上升：在“大中华区”科技硬件领域：对Rubin机架BOM、组件构成及ODM增值的分析（2026年5月20日），我们亚洲地区的同事发布了更新的Rubin/Blackwell BOM。值得注意的是，由于近期价格上涨，内存配置已从Blackwell（GB300、GB200）机架估计的LSD%比例调整至HSD%，同时从Vera Rubin机架估计的HSD%比例调整至约25%。

2. 机柜外成本增加：电气/机械设备延长交货期、建筑材料供应有限、熟练劳动力短缺以及转向计量后电力解决方案，正导致带电机柜开发成本上升。参考行业数据来源（见此处、此处、此处和此处），我们现在对GB200、TPU和Trainium的机柜外成本建模约为1100万-1300万美元/兆瓦，并估计下一代GB300、Vera Rubin和Rubin Ultra的成本将显著提高到1600万-1900万美元/兆瓦。我们承认，我们先前对超大规模企业（如AMZN，其采用标准化传统数据中心设计并具备规模效应）的机柜外成本估算过低（约为1000万美元/兆瓦或更低）。

这些变化共同将我们的每吉瓦成本估算提高至：GB200约为350亿美元，GB300约为390亿美元，Vera Rubin约为490亿美元，同时我们的定制ASIC成本估算则调整至：TPUv7约为270亿美元，Trainium3约为200亿美元。有关我们GPU/ASIC吉瓦级数据中心部署成本估算的变动，请参见第10附表。

图10：我们更新了不同机架架构的每吉瓦成本，并根据机架内部及外部的成本上涨进行了调整：



来源：公司数据，摩根士丹利研究估计

第11项: META模型估计变化

[illegible]

第12项证据：将我们的元模型向前滚动至年中，我们以公司27/28财年每股收益的平均值为基数，乘以23倍，得出我们775美元的现值。

META 估值			
	熊基牛		
'27/'28 Avg. EPS	\$29.09	\$33.20	\$34.86
(X) P/E	15X	23X	29X
每股价格	\$450	\$775	\$1,000
百分比上升/下降 (25%)		29%	66%
* 26每股收益隐含市盈率	14X	24X	31X
* 27每股收益隐含市盈率	14X	23X	30X

亚马逊模型更新：将“27/28年”资本支出（Capex）上调15%/29%……将AWS“27/28年”收入上调3%/7%……将“27/28年”每股收益（EPS）上调2%/3%……维持330美元目标价（约上涨35%），维持原观点：我们

图13: 亚马逊AMZN模型预测变更

[illegible]

第14项证据：我们当前的市盈率是基于约13美元的'27/'28每股收益平均值的约25倍，这意味着'27年约29倍，'28年约22倍...

亚马逊估值			
	熊基牛		
'27/'28 EPS	\$12	\$13	\$15
(X) P/E	17x	25x	27x
每股价格	\$210	\$330	\$400
涨幅百分比	-14%	35%	63%
'27每股收益隐含市盈率	20x	29x	32x
'28每股收益隐含市盈率	15x	22x	24x

10

图15: ... 以及~1.4倍的PEG，相较于同行有~30%的折扣:

同行组	股价	27每股收益	27 股东权益增长	27 P/E	27 PEG
AAPL	\$315	\$10	18%	30x	1.7x
MSFT	\$385	\$22	21%	18x	0.9x
谷歌	\$356	\$16	10%	22x	2.2x
META	\$669	\$33	2%	20x	13.1x
COST	\$915	\$22	9%	41x	4.4x
NFLX	\$73	\$5	28%	16x	0.6x
WMT	\$114	\$3	8%	40x	5.3x
中位数			10%	22x	2.2x
盛大集团数据中心中位数			10%	20x	2.0x
亚马逊 (AMZN) @ 当前股价 股价		27每股收益	27 股东权益增长	27 P/E	27 PEG
AMZN	\$246	\$11.5	20%	21x	1.1x
高端/(折扣)与组中端				(2%)	(47%)
亚马逊 (AMZN) 330美元的盘中股价		27每股收益	27 股东权益增长	27 P/E	27 PEG
AMZN	\$330	\$11.5	20%	29x	1.4x
高端/(折扣)与组中端				31%	(29%)

来源：公司数据，摩根士丹利研究估计

财务报表

图16：亚马逊收入报表

摩根士丹利 亚马逊模式 (百万美元)	2025	2026E	2027E	2028E	'25-'28 CAGR
利润表					
北美洲	426,305	469,762	514,336	560,795	10%
国际	161,894	182,592	199,746	216,758	10%
AWS	128,725	173,656	243,494	331,626	37%
总净销售额	716,924	826,010	957,576	1,109,179	16%
同比变化率	12.4%	15.2%	15.9%	15.8%	
两年增长	23.4%	27.6%	31.1%	31.8%	
销售成本 (不含SBC)	355,637	397,131	433,109	470,236	10%
毛利	361,287	428,879	524,467	638,944	21%
毛利率%	50.4%	51.9%	54.8%	57.6%	
修改 bp 中的 Y/Y	141 bp	153 bp	285 bp	283 bp	
绝对变化率	48,778	67,592	95,588	114,477	
同比毛利百分比变化	15.6%	18.7%	22.3%	21.8%	
同比毛利润率变化 (%)	31.0% 34.3% 41.0% 44.1%				
运营费用					
履行 (原SBC)	106,371	119,671	131,773	144,175	11%
市场营销 (原SBC部门)	43,684	44,354	47,104	50,354	5%
技术 & 内容 (除SBC外)	97,650	118,899	148,812	186,233	24%
综合及行政 (不含SBC)	9,501	9,254	9,654	10,350	3%
重组	7810	0	0	0	
其他运营费用 (不含SBC)	4639	1261	962	764	
基于股票的补偿	19,467	21,060	23,560	24,810	8%
总运营费用	281,312	314,499	361,865	416,686	14%
营业收入 (GAAP)	79,975	114,379	162,602	222,258	41%
毛利率%	11.2%	13.8%	17.0%	20.0%	
增量边际同比	14.4%	31.5%	36.7%	39.4%	
总非经营收入 (支出) 17,336 14,569 -5,601 -8,760					
所得税前收入 (按美国公认会计准则)	97,311	128,949	157,100	213,498	
所得税 (GAAP)	(19,087)	(24,353)	(29,849)	(44,835)	
税率	19.6%	18.9%	19.0%	21.0%	
权益收入, 净额	-554	-19	0	0	
净利润 (美国公认会计准则)	77,670	104,576	127,251	168,663	29%
加权平均基本每股数 10,827 10,901 10,899 11,211					
加权平均稀释每股摊薄股份 10,827 10,901 11,032 11,211					
完全稀释每股收益 (美国公认会计准则)	\$7.17	\$9.59	\$11.53	\$15.05	28%
同比变化率	30%	34%	20%	30%	

来源：公司数据，摩根士丹利研究估计

第17号证据：亚马逊资产负债表

资产负债表 亚马逊.com模式 (百万美元)				
	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债表				
资产				
Cash & Cash Equivalents	86,810	130,278	126,739	129,616
可交易证券	36,219	41,273	41,273	41,273
库存	38,325	39,709	44,175	45,537
应收账款及其他 67,729 89,540 118,784 145,909				
递延所得税资产	0	0	0	0
总流动资产	229,083	300,800	330,971	362,335
固定资产。原值	620,152	0	0	0
累计研发费用	177,073	0	0	0
固定资产，净值	443,079	590,081	780,197	950,181
递延所得税资产	0	0	0	0
善意	23,273	23,449	23,449	23,449
其他资产	122,607	146,282	191,850	191,850
总资产	818,042	1,060,612	1,326,466	1,527,815
负债和股东权益				
应付账款	121,909	144,206	160,423	169,472
Accrued Expenses & Other	75,520	70,178	69,591	69,004
未赚得收入	20,576	20,887	20,887	20,887
应付利息	0	0	0	0
其他负债与应计费用	0	0	0	0
长期债务的当期部分	0	0	0	0
流动负债合计 218,005 235,271 250,901 259,363				
	0	0	0	0
	0	0	0	0
长期债务	65,648	154,133	254,133	254,133
其他长期负债 123,324 138,886 138,886 138,886				
总负债	406,977	528,291	643,920	652,383
	0	0	0	0
股东权益	0	0	0	0
优先股	0	0	0	0
普通股	112	113	113	113
库存股	(7,837)	(7,837)	(7,837)	(7,837)
实收资本-资本溢价 140,024 143,979 143,979 143,979				
累积其他综合收益 28,230 24,868 24,868 24,868				
留存收益	250,536	371,198	521,423	714,309
股东权益总额 411,065 532,321 682,546 875,432				
	0	0	0	0
负债总额 + 股东权益 818,042 1,060,612 1,326,466 1,527,815				

来源：公司数据，摩根士丹利研究估计

第18号证据：亚马逊现金流量表

现金流量表 亚马逊.com模式 (百万美元)				
	2025	2026E	2027E	2028E
现金流量表				
经营活动现金流				
净利润	77,670	104,576	127,251	168,663
Adjustments:				
折旧与摊销	65,756	86,660	114,842	144,847
股票期权补偿	19,467	21,060	23,560	24,810
其他运营费用（收入），净额	0	0	0	0
出售交易性金融资产产生的损益（收益），净额 0 0 0 0				
其他费用（收入），净额	(14,880)	(15,632)	0	0
递延所得税	11,470	23,343	14,060	0
SBC超额税收优惠	0	0	0	0
营运资金变动				
库存	(3,002)	(1,553)	(4,466)	(1,363)
应收账款及其他	(22,965)	(23,569)	(29,244)	(27,125)
应付账款	11,231	10,720	16,217	9,049
已计费用及其他	(5,019)	(8,987)	(587)	(587)
未赚得收入增加	(214)	(587)	(587)	(587)
已赚未赚收入的摊销	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
营运资金变动总额	(19,969)	(23,976)	(18,667)	(20,612)
经营活动产生的现金流量净额	139,514	196,031	261,046	317,708
投资活动产生的现金流量				
财产和设备购置净额 (128,320) (214,831) (304,957) (314,831)				
收购成本，扣除所获现金后净额	(3,841)	(20,408)	(59,628)	0
可转换证券及其他投资的销售额和到期日 44,386 17,686 0 0				
可交易证券及其他投资购置 (54,770) (23,256) 0 0				
投资活动现金流量总额	(142,545)	(240,809)	(364,585)	(314,831)
融资活动产生的现金流量				
SBC带来的超额税收优惠	0	0	0	0
普通股的发行收入	0	0	0	0
行权股票期权所得款项	0	0	0	0
普通股回购净额	0	0	0	0
长期债务及其他收入	24,247	53,441	0	0
长期债务偿还及其他 (14,586) 34,385 100,000 0				
融资活动现金流量总额	9,661	87,826	100,000	0
外汇对现金流的影响	1,401	419	0	0
现金流量净增加额/净减少额	8,031	43,468	(3,539)	2,877
期初现金	78,779	86,810	130,278	126,739
期末现金	86,810	130,278	126,739	129,616

来源：公司数据，摩根士丹利研究估计

第19号证据：META利润表

利润表	2025	2026E	2027E	2028E	25-'28 CAGR
广告收入	\$196,174.0	\$248,206.2	\$301,357.7	\$361,031.8	22.5%
支付/其他收入	4,791.0	6,446.7	8,301.4	10,331.4	29.2%
总收入	\$200,965	\$254,653	\$309,659	\$371,363	22.7%
收入成本（不含SBC）	35,067.7	66,212.4	94,088.4	124,720.6	52.6%
毛利	\$165,897	\$188,440	\$215,571	\$246,643	14.1%
毛利率	82.6%	74.0%	69.6%	66.4%	
销售与营销（前SBC）	\$10,528.2	\$10,218.5	\$10,524.2	\$12,621.3	6.2%
研发（前SBC）	40,904.9	52,211.5	66,680.5	87,394.8	28.8%
一般及行政（前 SBC）	10,762.2	10,058.6	11,264.7	13,509.3	7.9%
股票期权补偿	20,426.0	23,736.1	25,353.1	28,276.7	11.5%
非经常性项目	0.0	0.0	0.0	0.0	
折旧与摊销（计入费用项目） 18,616.0 32,082.3 60,689.6 103,819.2					77.3%
总运营费用（按美国公认会计准则）	82,621.3	96,224.7	113,822.4	141,802.1	19.7%
营业收入（美国公认会计准则）	\$83,276	\$92,216	\$101,748	\$104,841	8.0%
GAAP运营利润率	41.4%	36.2%	32.9%	28.2%	
调整后息税折旧摊销前利润	\$122,318	\$148,034	\$187,791	\$236,936	24.7%
息税折旧摊销前利润率	60.9%	58.1%	60.6%	63.8%	
增量 adj. EBITDA利润率	56.6%	47.9%	72.3%	79.6%	
息税折旧摊销前利润	\$101,892	\$124,298	\$162,438	\$208,660	27.0%
息税折旧摊销前利润率	50.7%	48.8%	52.5%	56.2%	
增量EBITDA利润率	46.7%	41.7%	69.3%	74.9%	
利息及其他收入/（费用），净额（按公认会计准则）	2,657.0	(3,970.5)	(1,580.0)	(2,358.4)	
税前收入（美国公认会计准则）	85,933.0	88,245.2	100,168.2	102,482.2	6.0%
所得税准备/收益（美国公认会计准则）	25,475.0	3,623.1	13,021.9	13,322.7	(19.4%)
税率（美国公认会计准则）	29.6%	4.1%	13.0%	13.0%	
净利润（美国公认会计准则）	\$60,458	\$84,622	\$87,146	\$89,159	13.8%
每股收益（美国公认会计准则）	\$23.49	\$32.49	\$32.99	\$33.41	12.5%

来源：公司数据，摩根士丹利研究估计

展品20: META资产负债表

元数据 | 资产负债表

〈百万美元〉	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债表				
Assets:				
现金及现金等价物	35,873.0	43,887.4	18,643.4	20,418.4
可交易证券	45,719.0	57,754.0	57,754.0	57,754.0
应收账款, 净额	19,769.0	24,689.7	29,457.6	34,819.1
预付费用及其他流动资产	7,361.0	15,845.3	18,656.7	22,919.2
总流动资产	108,722.0	142,176.5	124,511.7	135,910.7
资产与设备, 净额	176,400.0	291,161.9	451,536.9	594,291.3
商誉及其他无形资产, 净额	25,334.0	25,479.8	25,455.8	25,431.8
其他资产	55,565.0	65,161.0	65,161.0	65,161.0
总资产	366,021.0	523,979.1	666,665.4	820,794.7
Liabilities:				
应付账款	8,894.0	29,194.2	37,494.1	49,700.9
平台合作伙伴应付账款	0.0	0.0	0.0	0.0
已计提费用及其他流动负债	30,729.0	41,122.3	52,614.2	68,070.5
递延收入与押金	0.0	1,520.5	1,844.7	2,212.3
融资租赁负债, 当期部分	2,213.0	2,414.0	2,414.0	2,414.0
总当前负债	41,836.0	74,251.0	94,367.0	122,397.7
融资租赁负债, 减去当期应付部分	22,940.0	22,859.9	18,412.6	14,474.1
长期债务	58,744.0	83,748.0	103,748.0	123,748.0
其他负债	25,258.0	20,461.0	20,461.0	20,461.0
总负债	148,778.0	201,319.9	236,988.6	281,080.7
股东权益:				
优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
普通股权益	0.0	0.0	0.0	0.0
实收资本溢价	95,793.0	124,541.1	149,894.1	176,310.8
累计其他综合收益	271.0	(303.0)	(303.0)	(303.0)
留存收益	121,179.0	198,421.1	280,085.7	363,706.2
股东权益总额	217,243.0	322,659.2	429,676.9	539,714.0
总负债及股东权益	366,021.0	523,979.1	666,665.4	820,794.7

来源: 公司数据, 摩根士丹利研究估计

图21：META现金流量表

元数据 现金流量表	2025	2026E	2027E	2028E
（百万美元）				
现金流量表				
经营活动现金流：				
净利润	60,458.0	84,622.1	87,146.4	89,159.5
折旧与摊销	18,616.0	32,082.3	60,689.6	103,819.2
股票期权补偿	20,426.0	23,736.1	25,353.1	28,276.7
递延所得税	18,738.0	123.0	0.0	0.0
股票期权补偿带来的税收优惠	0.0	0.0	0.0	0.0
股票-based 补偿产生的超额税收优惠	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	(1,553.0)	8,558.0	10,000.0	8,140.0
经营活动产生的资金	116,685.0	149,121.5	183,189.0	229,395.3
	0.0	0.0	0.0	0.0
营运资金变动：				
应收账款				
预付费用及其他流动资产	(88.0)	(7,154.3)	(2,811.4)	(4,262.5)
其他资产	(481.0)	(1,082.0)	0.0	0.0
应付账款	(14.0)	14,931.2	8,299.9	12,206.9
平台合作伙伴应付账款	0.0	0.0	0.0	0.0
已计提费用及其他流动负债	1,077.0	9,838.3	11,491.9	15,456.2
递延收入与押金	0.0	1,520.5	324.2	367.6
其他负债	437.0	(5,173.0)	0.0	0.0
营运资金变动	(885.0)	7,788.9	12,536.8	18,406.6
经营活动现金流	115,800.0	156,910.4	195,725.8	247,802.0
	0.0	0.0	0.0	0.0
投资现金流				
固定资产（资本支出）购置				
可交易证券的购买	(36,929.0)	(38,978.0)	(8,000.0)	(8,000.0)
可交易证券的到期日和销售情况	26,874.0	25,176.0	8,000.0	8,000.0
非流通股权投资（21,206.0）（544.0）0.0 0.0				
收购净额，及无形资产与其他资产购置（1,051.0）（335.0）0.0 0.0				
受限现金及存款变动	0.0	0.0	0.0	0.0
投资现金流	(102,003.0)	(156,078.9)	(221,040.6)	(246,549.5)
	0.0	0.0	0.0	0.0
融资现金流				
发行普通股的净收入				
优先股发行净收入	0.0	0.0	0.0	0.0
行权股票期权所得款项	0.0	0.0	0.0	0.0
长期债务收入 /（偿还）29,906.0 25,000.0 20,000.0 20,000.0				
出售和回租交易的收益	0.0	0.0	0.0	0.0
现金股利	(5,324.0)	(5,421.0)	(5,481.8)	(5,539.0)
资本租赁义务的本金支付	(2,524.0)	(3,590.1)	(4,447.4)	(3,938.5)
基于股票奖励活动的超额税收优惠（24,028.0）59.0（10,000.0）（10,000.0）				
其他	(18,400.0)	(4,423.0)	0.0	0.0
融资现金流	(20,370.0)	11,625.0	70.9	522.5
外汇影响	235.0	7.0	0.0	0.0
初始现金	43,889.0	35,873.0	43,887.4	18,643.4
现金净变动	(6,338.0)	12,463.4	(25,244.0)	1,775.0
（+/-）重述/调整	(1,678.0)	(4,449.0)	0.0	0.0
结余现金	35,873.0	43,887.4	18,643.4	20,418.4

来源：公司数据，摩根士丹利研究估计

PRICE TARGET \$300.00

按部分求和：空间、连接性、人工智能（分为X与Grok和企业级人工智能）

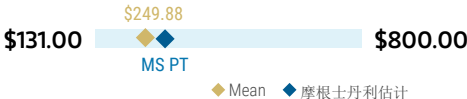
- 300元目标价位 = 空间（8元）+ 连接（128元）+ X与Grok（12元）+ 企业AI（152元）

2040年结束预测期，6月30日估值日，11.1%加权平均资本成本；11.9%股权成本。50%企业AI估值折现，执行风险调整后的总回报率（TGR）为：太空4.0%，连接4.5%，X与Grok 3.0%，企业AI 5.0%。

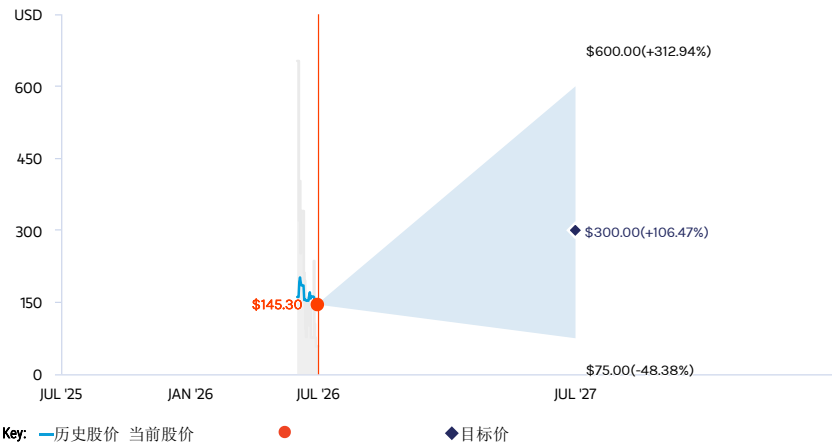
相当于 0.41 股东权益/息税前利润/增长率

一致目标价分布

Source: Refinitiv, Morgan Stanley Research



风险收益图



Source: Refinitiv, Morgan Stanley Research

超重论

未来端到端基础设施。

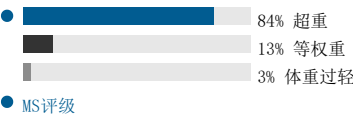
人工智能基础设施中的定位，全球连接性、启动成本领先以及垂直整合可以创造自我在庞大的TAM上强化飞轮。

解锁领先的成本/瓦特与快速实现电力供应。我们相信 SpaceXAI 的垂直整合能够推动比传统 AI 基础设施同行更低每瓦成本和更快的部署速度，从而可能实现更高的收入/瓦特。

高执行风险，巨大TAM

创造。与其它大型人工智能赋能者相比，执行风险最高，但SpaceX有一条路径，能够创造、渗透并成为人工智能、连接性和太空领域重叠的大型新市场的领导者。

共识评级分布



Source: Refinitiv, Morgan Stanley Research

风险回报主题

颠覆：积极的世俗增长；积极的技术扩散：积极

在此处查看风险回报主题的描述

牛市

\$600.00

基础设施飞轮加速

在星舰、轨道计算和泰拉fab方面实现更快执行，其中人工智能占比超过60%的估值。我们预计星舰将于2026年第四季度投入运营，计算部署将到2040年以46%的复合年增长率增长，并且体积增长将抵消计算变得更加普及导致的每瓦企业收入下降。

基本情况

风险调整规模

我们的基准情景给予SpaceX一个陡峭但风险调整后的规模化路径，其中估值约有一半来自太空与连接业务，另一半来自合并的AI业务。我们假设星舰将于2026年第四季度投入运营，部署计算量将以42%的复合年增长率增长至2040年，并且到2032年，轨道计算将占产能的大部分。

\$300.00

承担案例

空间与连接性劣势支持

星际飞船的延误压缩了故事情节，人工智能的货币化和部署速度明显未达预期，导致太空和连接业务占整体估值的90%以上。星际飞船要到2029年才能投入运营，这将限制连接业务的渗透率，并急剧降低规模化轨道计算的概率（在整个预测期内均未假设有何实质性数量）。

\$75.00

风险收益 - 太空探索技术公司 (SPCX.O)

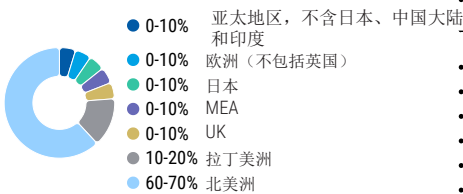
关键收益输入项

司机	2025年12月	2026年12月e	2027年12月e	2028年12月e
消费者/商业宽带 订阅者（千）	8,900.0	16,839.0	28,773.0	42,189.0
总铭牌计算容量 (MW)	738.0	1,980.0	4,150.0	7,960.0
全部发射	170.0	174.0	91.0	132.0
每公斤变轨成本（美元）	1,044	1,060	855	837

投资驱动因素

- 成本/每Wattof计算收入/每Wat
- tof计算成本/每公斤物质进入
- 轨道 #星链用户数
-

全球收入敞口



摩根士丹利研究估计 查看区域等级解释

PT/RATING风险

上行风险

- 更快的星舰复用进度
- 更快的星链容量增长
- 更强的DTC/企业采用
- 更多新云成功案例
- 光标ARR加速
- 更低的AI基础设施赋能成本

下行风险

- 减速星舰复用节奏
- 减慢星链订阅增长
- 较弱企业AI货币化
- 更高资本支出/每瓦计算成本
- 更长发电时间
- 更大融资需求/稀释
- 监管延迟

所有权定位

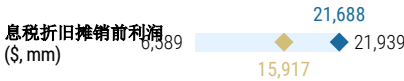
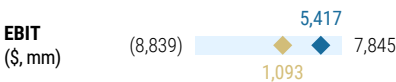
高抛低吸比率 2.6%

高频行业净敞口 12.3x

摩根士丹利主要经纪业务。包含通过摩根士丹利主要经纪业务持有的某些对冲基金敞口。信息可能与市场整体趋势不一致或无法反映市场整体趋势。多空比率=多头敞口/空头敞口。行业占总净敞口百分比=(针对特定行业：多头敞口 - 空头敞口)/(针对所有行业：多头敞口 - 空头敞口)。

微软估算值与市场共识

2026年12月财政年度预期



◆ 摩根士丹利预测

Source: Refinitiv, Morgan Stanley Research

盈利增长持久性与人工智能领导地位未被市场定价

PRICE TARGET \$650.00

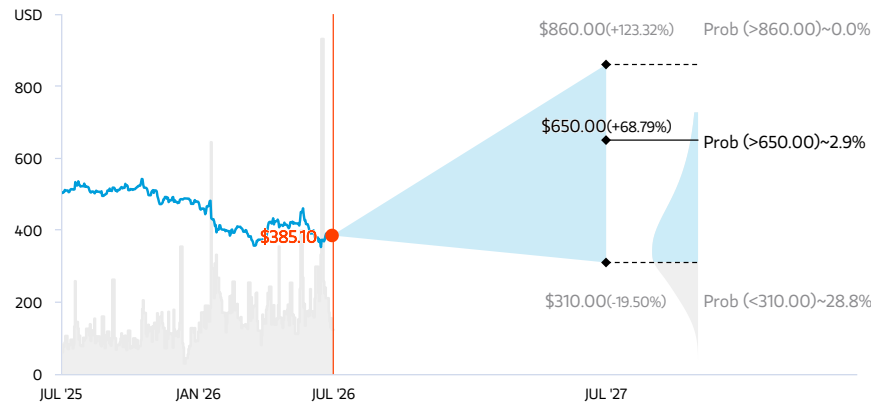
30倍市盈率的基准情景下，CY27每股收益为21.76美元。30倍市盈率相对于大盘软件同行略有溢价，1.5倍市销率相对符合微软的历史市销率，但相对于同行则存在溢价，这得益于微软强大的市场定位和强劲的执行能力。

一致目标价分布

Source: Refinitiv, Morgan Stanley Research



风险收益图及隐含概率（12个月）



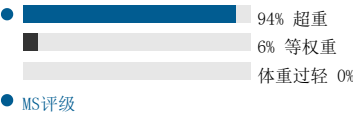
Key: 历史股价表现 当前股价 目标价

来源: Refinitiv, 摩根士丹利研究, 摩根士丹利机构股票部。 预计截至2026年7月10日的期权市场隐含波动率数据, 来评估四大看涨、基准和看跌情景出现的概率。所有数据均为股票在三个月或一年内达到情景价格以上的近似风险中性概率。此处查看期权概率方法的解释。

超重论

采用公有云和人工智能的战略定位、强大的分销渠道和已安装的客户基础，以及不断扩大的利润率，支持了每股收益的增长。周期性环境较弱的情况随着云优化工作的完成而改善。长期超

共识评级分布



Source: Refinitiv, Morgan Stanley Research

风险回报主题

新数据时代: 定价权: 长期增长: 积极

在此处查看风险回报主题的描述

牛市 \$860.00

~35x Bull Case CY27e EPS: \$24.42

Azure、O365及人工智能的强劲贡献推动营收增长。Azure增长加速、采用更高价位的企业版M365 SKU、持续的用户席位增长，以及Azure AI服务及跨业务线的Microsoft AI Copilots的广泛采用，将在未来几年推动营收中位数的复合年增长率达到中teens水平。到2027财年，运营利润率将扩大至约49.3%，2027财年预期每股收益为24.42美元。约35倍的市盈率相较于大型软件同行具有溢价，但考虑到超过20%的每股收益复合年增长率，其与约1.4倍的长期平均市盈率倍数大致相当。

基本情况

~30x Base Case CY27e EPS of \$21.76

Azure、M365及AI驱动的贡献推动营收增长。Azure增长的可持续性、M365商业SKU的高价位采用和持续座位增长，以及Azure AI服务与Microsoft AI助手的跨业务线采用加速，推动营收低双位数复合年增长率。到2027财年及2027财年预期，营业利润率将超过约47.3%，每股收益为21.76美元。鉴于其强劲的定位和执行能力，30倍市盈率相对于大型软件同行而言具有溢价。1.5倍市盈率倍数符合MSFT的历史市盈率倍数。

\$650.00

承担案例

~16x Bear Case CY27e EPS: \$19.70

宏观、规模及有限的人工智能采用推动营收增长放缓。Azure增长因规模效应持续放缓，而M365已达到Azure AI服务及Microsoft AI助手的渗透率，各业务线中人工智能的采用仍有限。这导致营收复合年增长率维持在个位数低水平。由于毛利率压力，运营利润率在2027财年将仅扩大至约45.3%，预计2027财年每股收益为19.70美元。约16倍的市盈率相对于大型软件同行而言存在折价，且相对于PEG也存在折价。

\$310.00

风险收益 - 微软 (MSFT.O)

关键收益输入项

司机	2025年6月	2026年6月e	2027年6月e	2028年6月e
Azure营收增长率 (%)	29.7	30.2	26.4	22.4
服务器产品本地部署增长 (%)	(2.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
毛利率 (%)	68.8	67.7	66.2	65.7
毛利率 (%)	45.6	46.6	46.9	47.7
公认会计准则每股收益增长率 (%)	15.6	27.2	13.6	22.0

投资驱动因素

- 商业增长的可持续性、云动力、提升云利润率、提升PC数据点
-

PT/RATING风险

上行风险

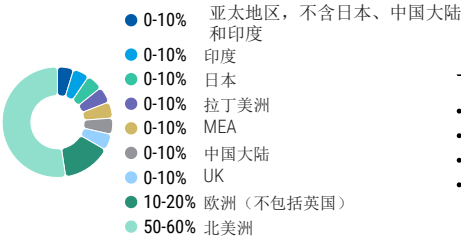
- 云采用加速，Azure成为令人信服的赢家，AI领导地位随着时间的推移带来实质性的收入贡献，运营效率带来超出预期的规模经济和利润率扩张
-

微软估值与市场共识

2026年6月FY

销售 / 收入 (\$,mm) ◆ 329,533
Note: There are not sufficient brokers supplying
此指标的数据共识

全球收入敞口



摩根士丹利研究估计 查看区域等级解释

下行风险

- 微弱宏观影响下的IT支出
- 云服务导致本地部署业务蚕食
- 增加投资损害了利润扩张
- 人工智能的采用证明有限

息税折旧摊销前利润 (\$,mm) ◆ 196,656
Note: There are not sufficient brokers supplying
此指标的数据共识

阿尔法模型

3/5 BEST	24个月地平线	1/5 MOST	三个月地平线
----------	---------	----------	--------

来源: Refinitiv, FactSet, 摩根士丹利研究; 1是最受青睐的五分位组, 5是最不受青睐的五分位组

所有权定位

机构所有者, 活跃百分比	52.5%
高抛低吸比率	2.1x
高频行业净敞口	29.5%

瑞尼尔; MSPB内容包含与MSPB持有的某些对冲基金敞口。信息可能与市场整体趋势不一致或无法反映市场整体趋势。多空比率=多头敞口/空头敞口。行业%总净敞口=(针对特定行业: 多头敞口-空头敞口) / (跨所有行业: 多头敞口-空头敞口)。

净利润 (\$,mm) ◆ 129,248
Note: There are not sufficient brokers supplying
此指标的数据共识

EPS (\$) ◆ 17.35
Note: There are not sufficient brokers supplying
此指标的数据共识

◆ 摩根士丹利预测
Source: Refinitiv, Morgan Stanley Research

亚马逊风险收益

PRICE TARGET **\$330.00**

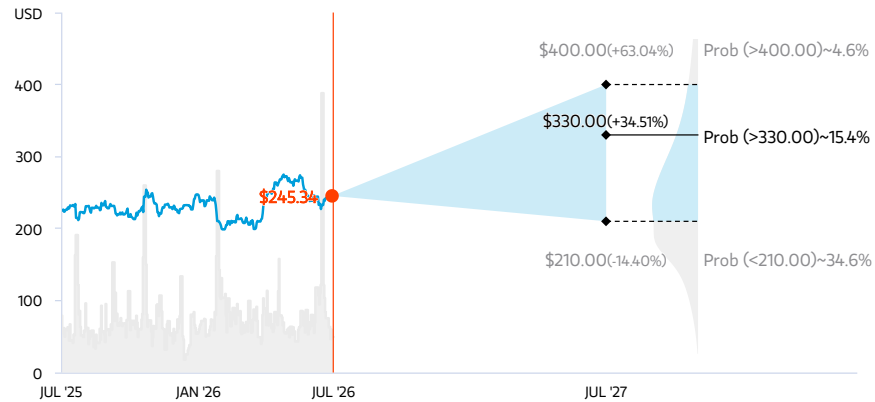
我们330美元的市盈率是基于将约25倍的市盈率倍数应用于我们27/28财年每股收益（滚动至年中）的平均值（约13美元），这意味着27财年每股收益约为29倍，28财年每股收益约为22倍。

一致目标价分布

Source: Refinitiv, Morgan Stanley Research



风险收益图及隐含概率（12个月）

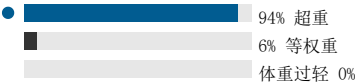


来源：Refinitiv，摩根士丹利研究，摩根士丹利机构股票部。 预计截至2026年7月10日的期权市场隐含波动率数据，来评估四大看涨、基准和看跌情景出现的概率。所有数据均为股票在三个月或一年内达到情景价格以上的近似风险中性概率。此处查看期权概率方法的解释。

超重论

亚马逊的高利润业务持续助力其提升盈利能力，同时仍在持续投资（如：最后一公里配送、履约服务、Prime Now、Fresh、Prime会员增长推动经常性收入和正向产品结构转变，云服务采用正达到临界点。Alexa/Echo、印度、AWS等）。

共识评级分布



MS评级

Source: Refinitiv, Morgan Stanley Research

风险回报主题

世俗增长：积极新数据时代：积极技术扩散：积极

在此处查看风险回报主题的描述

牛市

\$400.00

~27倍，平均每股收益15美元（2027/28财年）
我们的牛型案例基于比基准案例更高的收入和EBIT利润率假设。

基本情况

~25倍，平均基础EPS为13美元（27/28财年）
我们330美元的市盈率是基于将约25倍的市盈率倍数应用于我们27/28财年每股收益（滚动至年中）的平均值（约13美元），这意味着27财年每股收益约为29倍，28财年每股收益约为22倍。

\$330.00

承担案例

~17倍，平均每股收益27/28为12美元
我们的悲观情景是基于低于基准情景的收入和EBIT利润率假设得出的。

\$210.00

风险收益 - 亚马逊公司 (AMZN.O)

关键收益输入项

司机	2025年12月	2026年12月	2027年12月	2028年12月
收入（美元，百万）	716,924	826,010	957,576	1,109,179
总利润（美元，百万）	361,287	428,879	524,467	638,944
美国公认会计原则（GAAP）息税前利润（EBIT）（美元，百万）	709,755	114,379	162,602	222,258
已支付单元增长（同比）（%）	10.8	11.8	9.6	9.1
亚马逊营收增长率（%）	19.7	34.9	40.2	36.2

投资驱动因素

- 亚马逊的高利润业务持续为亚马逊带来更高的盈利能力，同时仍在继续投资云服务。云服务正处于一个多世纪的战略采用周期中。亚马逊正在电子商务/零售领域以及消费者钱包份额中赢得份额。

PT/RATING风险

上行风险

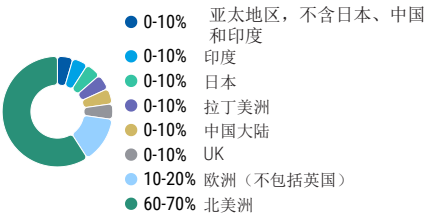
- 超出预期的AWS营收增长和稳定的利润率扩张
- 超出预期的零售营收增长，利润率稳定或扩张
- 张
- 超出预期的物流和履约杠杆
-

微软估算值与市场共识

2026年12月财政年度预期



全球收入敞口

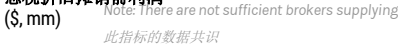


摩根士丹利研究估计 查看区域等级解释

下行风险

- 投资增加并持续的时间超出预期
- 商品利润率低于预期
- 亚马逊收入放缓或利润率下降
-

息税折旧摊销前利润

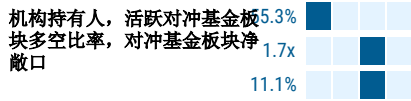


阿尔法模型



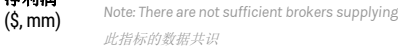
来源：Refinitiv, FactSet, 摩根士丹利研究； 1是最受青睐的五分位组，5是最不受青睐的五分位组

所有权定位



瑞尼尔： MSPB内容包含与MSPB持有的某些对冲基金敞口。信息可能与市场整体趋势不一致或无法反映市场整体趋势。多空比率=多头敞口/空头敞口。行业%总净敞口=(针对特定行业：多头敞口-空头敞口) /（跨所有行业：多头敞口-空头敞口）。

净利润



EPS



◆ 摩根士丹利预测
Source: Refinitiv, Morgan Stanley Research

效率时代

PRICE TARGET \$775.00

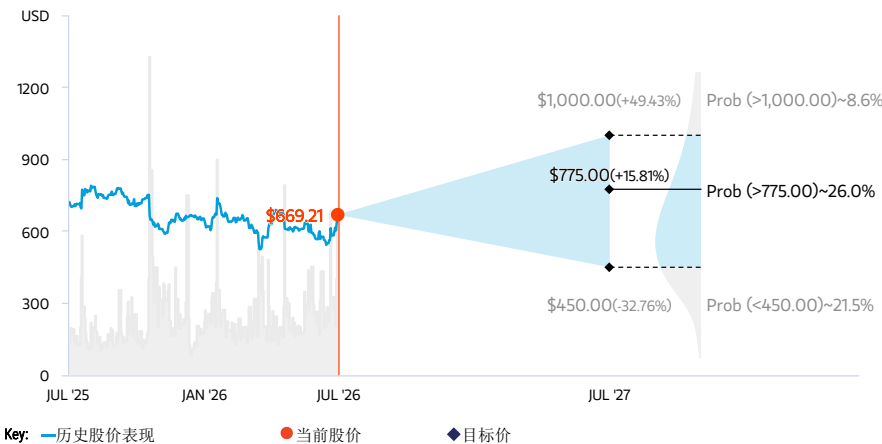
我们的目标价格是使用折现现金流/长期EBITDA倍数确定的。这意味着大约23倍的2027年市盈率倍数。我们的DCF采用约8%的加权平均资本成本和约3%的终值增长率。

一致目标价分布

Source: Refinitiv, Morgan Stanley Research



风险收益图及隐含概率（12个月）



来源：Refinitiv, 摩根士丹利研究, 摩根士丹利机构股票部。 预计截至2026年7月10日的期权市场隐含波动率数据，来评估四大看涨、基准和看跌情景出现的概率。所有数据均为股票在三个月或一年内达到情景价格以上的近似风险中性概率。此处查看期权概率方法的解释。

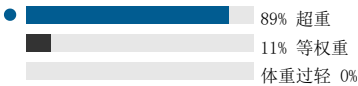
超重论

▪ 一个结构性转折，专注于多年效率、生产力和更精简的运营……我们认为META的“效率之年”不仅仅是一年的改变……而是一个结构和文化的转折，以更精简的方式运营，并更专注于投资者回报……即使是通过投资。▪ 重要的是，收入和参与度

行业趋势也在META平台持续向好……我们行业及公司内部交流表明，进步正推动Reels的增量参与和变现……同时，在IDFA之后的时代，广告衡量/归因效果也在提升。

▪ 3个尚未得到充分认识的选择权，包括：1）进一步的人工智能驱动增长潜力，2）订阅服务采用率，3）点击式消息。

共识评级分布



MS评级

Source: Refinitiv, Morgan Stanley Research

风险回报主题

新数据时代：积极自我提升；积极技术扩散：积极

在此处查看风险回报主题的描述

牛市 \$1,000.00

Implied ~29x blended '27/'28 P/E

人工智能投资推动了用户参与度的提升，并催生了新产品/服务，这支持了超额广告变现和收入增长。对新推出的功能（如点击消息）的执行也可能促成超出预期的增长。META 还能推动进一步效率提升，并在缩小 Reels 变现差距方面取得更大成功。

基本情况

隐含 ~23倍基数混合' 27/' 28市盈率

2026年广告收入增长约27%，这得益于META在人工智能领域的投资，推动了Reels的增量互动和变现，并支持了应用家族中性能提升及广告测量/归因的改进。我们同时看到META持续关注效率，并探索利用其庞大的数据中心能力进行变现的新方法。

\$775.00

承担案例

Implied ~15x blended '27/'28 P/E

参与度下降和/或 Reels 盈利加速不及预期可能导致增长放缓和不确定性加剧。我们还关注任何宏观不确定性、限制 META 广告定位能力的监管，以及数据中心建设因执行不当导致资本密集度升高，从而扩大损失并使最低投资回报率（ROIC）收窄。任何额外的运营支出（opex）和资本支出（capex）都可能对营业收入增长和自由现金流（FCF）造成压力。

\$450.00

风险收益 - 脸书公司 (META.O)

关键收益输入项

司机	2025年12月	2026年12月e	2027年12月e	2028年12月e
恒定货币百分比增长率 (%)	22.5	26.0	22.0	19.8
营业收入 (GAAP) (美元, 百万)	83,276	92,216	101,748	104,841
合并总日活跃用户 用户 (mm)	2,239.9	2,294.5	2,344.5	2,389.2

投资驱动因素

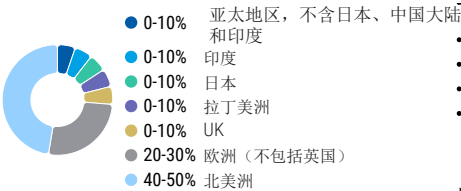
- 我们对Meta向效率倾斜、提升收入、互动和Reels的战略转型持乐观态度。我们继续关注Meta在通话选项 (AI、订阅、点击消息) 方面的进展以及其在AI/数据中心方面的进一步投资。

PT/RATING风险

上行风险

- 超出预期的 Reels 赚钱能力与更高的用户参与度增长 AI 投资带来的更大收益 订阅和/或点击式消息广告驱动的收入 进一步的效率提升推动超额自由现金流增长

全球收入敞口



摩根士丹利研究估计 查看区域等级解释

下行风险

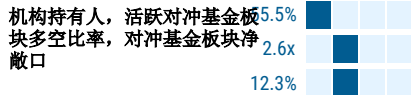
- 宏观压力/消费者支出减弱 监管影响广告
- 定位能力 Reality Labs亏损进一步扩大
- 执行风险可能导致更高的长期资本强度

阿尔法模型

3/5 BEST	24个月 地平线	2/5 MOST	三个月 地平线
-------------	-------------	-------------	------------

来源: Refinitiv, FactSet, 摩根士丹利研究; 1是最受青睐的五分位组, 5是最不受青睐的五分位组

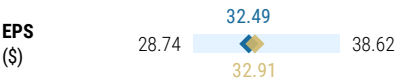
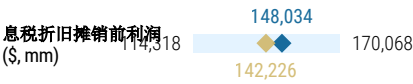
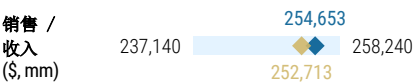
所有权定位



瑞尼尔: MSPB内容包含与MSPB持有的某些对冲基金敞口。信息可能与市场整体趋势不一致或无法反映市场整体趋势。多空比率=多头敞口/空头敞口。行业%总净敞口=(针对特定行业: 多头敞口-空头敞口) / (跨所有行业: 多头敞口-空头敞口)。

微软估值与市场共识

2026年12月财政年度预期



摩根士丹利预测

Source: Refinitiv, Morgan Stanley Research

字母表公司

PRICE TARGET \$415.00

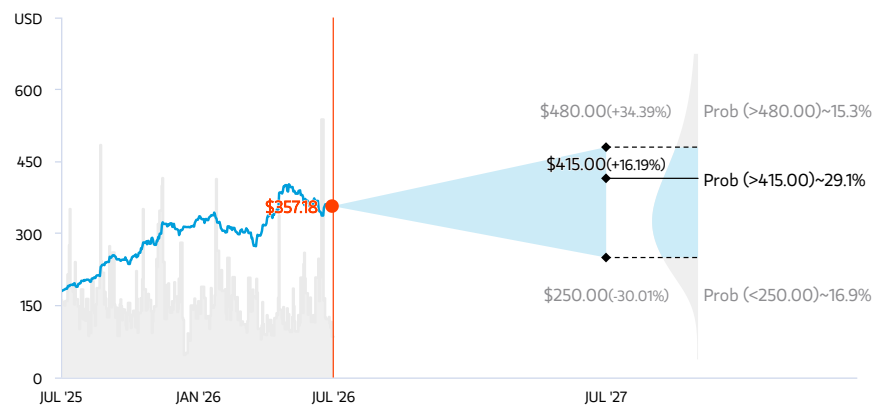
我们415美元的市盈率（PT）是基于将约23倍的市盈率（P/E）倍数应用于我们2027/28年的16美元/19美元每股收益（EPS）的平均值，这意味着支付约1.4倍的市盈率相对增长（PEG），比GOOGL的同业中位数高出约25%。

一致目标价分布

Source: Refinitiv, Morgan Stanley Research



风险收益图及隐含概率（12个月）



Key: 历史股价表现 当前股价 目标价

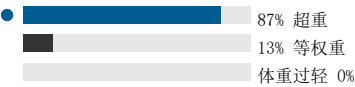
来源: Refinitiv, 摩根士丹利研究, 摩根士丹利机构股票部。 预计截至2026年7月10日的期权市场隐含波动率数据, 来评估四大看涨、基准和看跌情景出现的概率。所有数据均为股票在三个月或一年内达到情景价格以上的近似风险中性概率。此处查看期权概率方法的解释。

超重论

持续在搜索、YouTube、云服务以及其他产品上推进人工智能驱动的平台级创新, 有助于增强对长期增长持久性的信心。

持续的支出约束有助于提升经营杠杆, 并推动每股收益 (EPS) 和自由现金流 (FCF) 预测的上调。

共识评级分布



MS评级

Source: Refinitiv, Morgan Stanley Research

风险回报主题

Secular Growth: 积极
New Data Era: 积极

在此处查看风险回报主题的描述

牛市 \$480.00

~26X Avg. '27/'28 Bull Case EPS of ~\$17/~\$20

更快的创新和搜索/云加速推动了多方面扩张和更高的盈利能力。随着人工智能驱动的创新为用户参与度带来显著提升, 搜索收入加速增长。新的AI产品线对营收和利润均有增量贡献, 且不会侵蚀核心搜索业务。YouTube和云业务成为营收增长的关键贡献者, 其运营利润率高于基准情景。

基本情况 \$415.00

~23X Avg. '27/'28 Base Case EPS of ~\$16/~\$19

预计2026年搜索业务收入实现务实增长, 平台持续增量变现, 谷歌云业务在2026年加速发展。随着GOOGL在搜索及其他领域持续进行平台层面的创新, 我们预计其收入/EBITDA将实现务实增长。GOOGL推出新的AI服务, 增强了长期增长可持续性的信心, 并缓解了竞争方面的担忧。谷歌云业务因新的合作伙伴关系和不断增长的积压订单而加速发展。

承担案例 \$250.00

~15X Avg. '27/'28 Bear Case EPS of ~\$15/~\$17

全球广告增长进一步放缓, 利润空间面临压力。预计搜索广告增长将放缓, 广告支出进一步减速。支出控制未能实现, 导致利润扩张低于预期, 调整后EBITDA也低于预期。新的人工智能产品由于变现率较低和计算强度增加, 造成了超出预期的利润压力。

风险收益 - 谷歌母公司（GOOGL.O）

关键收益输入项

司机	2025年12月	2026年12月e	2027年12月e	2028年12月e
总营业收入（美国公认会计原则）（美元mm）	129,039	180,661	241,916	289,181
美国公认会计原则营业利润（亏损）（美元mm）	137,054	188,136	249,116	295,731

投资驱动因素

- 搜索广告支出持续获得全球广告预算份额。移动搜索广告继续占据在线预算份额。对视频的
- 投资正推动YouTube的长期变现。支出增长得到控制。
-
-

PT/RATING风险

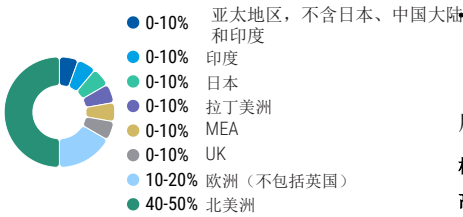
上行风险

- 新产品产生的营收贡献高于预期。资本回报通过更大规模的股票回购实现。人均招聘
- 和/或支出低于预期。
-

下行风险

- 接触SMB和差旅服务过多可能会在衰退期间给收入带来压力。谷歌及其他Alphabet部门的披露信息改善可能不会降低公司整体的投资活动。

全球收入敞口



摩根士丹利研究估计 查看区域等级解释

所有权定位

机构所有者，活跃百分比	55.9%
高抛低吸比率	2.6x
高频行业净敞口	12.3%

瑞尼尔：MSPB内容包含与MSPB持有的某些对冲基金敞口。信息可能与市场整体趋势不一致或无法反映市场整体趋势。多空比率=多头敞口/空头敞口。行业%总净敞口=(针对特定行业：多头敞口-空头敞口)/(跨所有行业：多头敞口-空头敞口)。

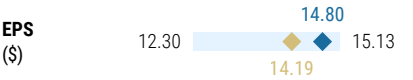
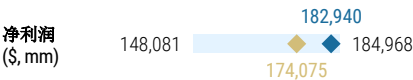
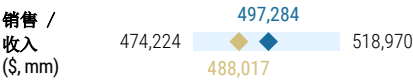
阿尔法模型

4/5 BEST	24个月 地平线	3/5 MOST	三个月 地平线
-------------	-------------	-------------	------------

来源：Refinitiv, FactSet, 摩根士丹利研究；1是最受青睐的五分位组，5是最不受青睐的五分位组

微软估算值与市场共识

2026年12月财政年度预期



◆ 摩根士丹利预测
Source: Refinitiv, Morgan Stanley Research

风险收益参考链接

1. 查看期权概率方法的说明 - [Options_Probabilities_Exhibit_Link.pdf](#)
2. 查看风险回报主题的描述 - [RR_Themes_Exhibit_Link.pdf](#)
3. 查看区域层级说明 [GEG_Exhibit_Link.pdf](#)
4. 查看主题/曝光方法的说明
[ESG_Sustainable_Solutions_External_Link.pdf](#)
5. 查看HERS方法论的说明 - [ESG_HERS_External_Link.pdf](#)

披露部分

摩根士丹利研究中的信息与观点由摩根士丹利公司有限责任公司（Morgan Stanley & Co. LLC）、摩根士丹利信贷交易管理股份有限公司（Morgan Stanley C.T.V.M. S.A.）、摩根士丹利墨西哥经纪公司股份有限公司（Morgan Stanley Mexico, Casa de Bolsa, S.A. de C.V.）以及摩根士丹利加拿大有限公司（Morgan Stanley Canada Limited）中一家或多家或其附属机构准备。在本披露部分中，“摩根士丹利”包括摩根士丹利公司有限责任公司、摩根士丹利信贷交易管理股份有限公司、摩根士丹利墨西哥经纪公司股份有限公司、摩根士丹利加拿大有限公司及其必要的附属机构。

关于本报告所涉及公司的重大披露、股价图表及股票评级历史，请访问摩根士丹利研究披露网站 www.morganstanley.com/eqr/disclosures/webapp/generalresearch，或联系您的投资代表或摩根士丹利研究，地址为美国纽约百老汇1585号（邮编10036，关注部门：研究管理）。

关于本研究报告中所提及的任何建议、评级或目标价相关的估值方法及风险，请按以下方式联系客户支持团队：美国/加拿大 +1 800 303-2495；香港 +852 2848-5999；拉丁美洲 +1 718 754-5444（美国）；伦敦 +44 (0)20-7425-8169；新加坡 +65 6834-6860；悉尼 +61 (0)2-9770-1505；东京 +81 (0)3-6836-9000。或者，您也可以联系您的投资代表或摩根士丹利研究部门，地址为：美国纽约市百老汇1585号（邮编：10036，注意：研究管理部）。

分析师认证

以下分析师特此证明，他们在此报告中关于所讨论公司的观点已准确表达，且他们未收到亦不会收到任何直接或间接的补偿，以换取在此报告中表达具体建议或观点：Brian Nowak, CFA。

全球研究冲突管理政策

摩根士丹利研究已根据我们的利益冲突管理政策发布，该政策可在 www.morganstanley.com/institutional/research/conflict/policies www.morganstanley.com.br 查阅。该政策葡萄牙语版本可在以下链接找到：

主体公司重要监管披露

下述分析师或策略师（或家庭成员）拥有以下证券（或相关衍生品）：Gregory Gao - 谷歌母公司（普通股或优先股）、亚马逊公司（普通股或优先股）、Meta Platforms Inc（普通股或优先股）、Reddit公司（普通股或优先股）、优步技术公司（普通股或优先股）。

截至2026年6月30日，摩根士丹利直接持有摩根士丹利研究覆盖的以下公司普通股证券中至少1%的股份：爱彼迎公司（Airbnb Inc.）、字母表公司（Alphabet Inc.）、亚马逊公司（Amazon.com Inc.）、AppLovin公司、Booking Holdings公司、Chewy公司、Criteo公司、DoorDash公司、DoubleVerify Holdings公司、多邻国公司（Duolingo Inc.）、eBay公司、电子艺界公司（Electronic Arts Inc.）、Etsy公司、Expedia公司、Grindr公司、Instacart、Lyft公司、Match Group公司、Meta平台公司（Meta Platforms Inc.）、微软公司（Microsoft）、MNTN公司、开门互联公司（Opendoor Technologies Inc.）、Peloton互动公司、Pinterest公司、Reddit公司、Roblox公司、Shutterstock公司、Take-Two互动软件公司、Trade Desk公司、优步技术公司（Uber Technologies Inc.）、Unity软件公司、Webtoon娱乐公司、Yelp公司、Zillow集团。

在过去12个月内，摩根士丹利管理或共同管理了爱彼迎公司、字母表公司、亚马逊公司、北星公司、eBay公司、Liftoff Mobile公司、匹配集团公司、Meta平台公司、太空探索技术公司以及优步技术公司的证券公开发售（或144A发售）。

在过去12个月内，摩根士丹利已从爱彼迎公司、字母表公司、亚马逊公司、丘比公司、达达公司、易贝公司、Instacart、Liftoff Mobile公司、匹配集团公司、Meta平台公司、微软公司、太空探索技术公司以及优步技术公司等获得了投行业务的报酬。

在未来三个月内，摩根士丹利预计将收到或意图从爱彼迎公司、字母表公司、亚马逊公司、AppLovin公司、Booking Holdings公司、Bumble公司、Chewy公司、Criteo公司、DoorDash公司、DoubleVerify Holdings公司、多邻国公司、eBay公司、电子艺界公司、Etsy公司、Expedia公司、FIGS公司、Instacart公司、Liftoff Mobile公司、Lyft公司、Match Group公司、Meta Platforms公司、微软公司、MNTN公司、Opendoor Technologies公司、Peloton Interactive公司、Pinterest公司、Playtika Holding公司、Reddit公司、Revolve Group公司、Roblox公司、Shutterstock公司、Snap公司、太空探索技术公司、Take-Two Interactive Software公司、Trade Desk公司、优步技术公司、Unity Software公司、Webtoon Entertainment公司、Yelp公司和Zillow Group公司等公司获得投资银行业务的补偿。

在过去12个月内，摩根士丹利已从爱彼迎公司、字母表公司、亚马逊公司、AppLovin公司、Booking Holdings公司、Chewy公司、DoorDash公司、eBay公司、电子艺界公司、Expedia公司、Instacart公司、Liftoff Mobile公司、Match Group公司、Meta平台公司、微软公司、Peloton互动公司、Pinterest公司、Playtika控股公司、Reddit公司、Revolve集团公司、Snap公司、太空探索技术公司、Take-Two互动软件公司、优步技术公司、Unity软件公司、WW国际公司及Zillow集团公司等，获得了除投资银行服务之外的产品和服务补偿。

在过去12个月内，摩根士丹利已向以下公司提供或正在提供投资银行服务，或与以下公司建立了投资银行客户关系：爱彼迎公司（Airbnb Inc.）、字母表公司（Alphabet Inc.）、亚马逊公司（Amazon.com Inc.）、AppLovin公司、Booking Holdings公司、布姆公司（Bumble Inc.）、治齿公司（Chewy Inc.）、指南针公司（Compass, Inc.）、翠帝公司（Criteo SA）、达达公司（DoorDash Inc.）、双重验证控股公司（DoubleVerify Holdings Inc.）、多邻国公司（Duolingo Inc.）、易贝公司（eBay Inc.）、电子艺界公司（Electronic Arts Inc.）、Etsy公司、艺龙公司（Expedia Inc.）、Figs公司、Instacart公司、起飞移动公司（Liftoff Mobile Inc.）、来福车公司（Lyft Inc.）、匹配集团（Match Group Inc.）、Meta平台公司（Meta Platforms Inc.）、微软公司（Microsoft）、MNTN公司、开门公司（Opendoor Technologies Inc.）、peloton互动公司（Peloton Interactive, Inc.）、Pinterest公司、Playtika控股公司、红迪公司（Reddit Inc.）、Revolve集团（Revolve Group Inc.）、罗布乐思公司（Roblox Corporation）、Shutterstock公司、快拍公司（Snap Inc.）、太空探索技术公司（Space Exploration Technologies Corp.）、Take-Two互动软件公司、交易台公司（Trade Desk Inc.）、优步技术公司（Uber Technologies Inc.）、Unity软件公司、Webtoon娱乐公司、Yelp公司、Zillow集团。

在过去12个月内，摩根士丹利已提供或正在提供非投资银行业务、证券相关服务给，或过去曾达成提供服务协议或拥有客户关系的公司包括：爱彼迎公司（Airbnb Inc.）、字母表公司（Alphabet Inc.）、亚马逊公司（Amazon.com Inc.）、AppLovin公司、Booking Holdings公司、Chewy公司、DoorDash公司、易贝公司（eBay Inc.）、电子艺界公司（Electronic Arts Inc.）、Etsy公司、Expedia公司、Instacart、Liftoff Mobile公司、Lyft公司、Match Group公司、Meta平台公司（Meta Platforms Inc.）、微软公司（Microsoft）、开门得公司（Opendoor Technologies Inc.）、Peloton互动公司（Peloton Interactive, Inc.）、Pinterest公司、Playtika控股公司、Reddit公司、Revolve集团公司（Revolve Group Inc.）、Snap公司、太空探索技术公司（Space Exploration Technologies Corp.）、Take-Two互动软件公司、优步技术公司（Uber Technologies Inc.）、Unity软件公司、WW国际公司（WW International Inc.）、Zillow集团公司。

摩根士丹利的一名员工、董事或顾问是eBay Inc. 的董事。此人不是研究分析师或研究分析师的家庭成员。摩根士丹利公司有限责任公司（Morgan Stanley & Co. LLC）在Bumble Inc.、Criteo SA、DoubleVerify Holdings Inc、Expedia Inc.、FIGS, Inc.、Grindr Inc.、Playtika Holding Corp、Revolve Group Inc、Shutterstock Inc、Space Exploration Technologies Corp.、Webtoon Entertainment Inc、Yelp Inc、Zillow Group Inc. 的证券上进行做市。

负责摩根士丹利研究准备工作的研究分析师或策略师，其薪酬主要基于多种因素，包括研究质量、投资者客户反馈、选股表现、竞争因素、公司收入以及整体投资银行业务收入。研究分析师或策略师的薪酬与摩根士丹利执行的投资银行业务或资本市场交易无关，也与特定交易台的盈利能力或收入无关。

摩根士丹利及其附属机构从事与摩根士丹利研究涵盖的公司/工具相关的业务，包括做市、提供流动性、基金管理、商业银行业务、信贷发放、投资服务和投资银行业务。摩根士丹利以主经纪商身份向客户销售和购买摩根士丹利研究涵盖的公司证券/工具。摩根士丹利可能在该公司或本报告中讨论的工具的债务中持有头寸。摩根士丹利可能作为主经纪商交易或进行相关债务研究报告中涉及的债务证券（或相关衍生品）。上述某些披露也是为了遵守非美国司法管辖区的适用法规。

股票评级

摩根士丹利采用相对评级体系，使用如“增持”、“持股观望”、“未评级”或“减持”等术语（定义见下文）。摩根士丹利不对我们覆盖的股票进行“买入”、“持有”或“卖出”的评级。“增持”、“持股观望”、“未评级”和“减持”并不等同于“买入”、“持有”和“卖出”。投资者应仔细阅读摩根士丹利研究中使用的所有评级定义。此外，由于摩根士丹利研究包含更全面的分析师观点信息，投资者应仔细阅读完整的摩根士丹利研究，而不仅从评级中推断内容。在任何情况下，评级（或研究）都不应用于或依赖作为投资建议。投资者买卖股票的决定应基于个人情况（例如投资者现有的持仓）和其他考量。

全球股票评级分布

(as of June 30, 2026)

下述股票评级适用于摩根士丹利的股权基本面研究，不适用于该机构发布的债务研究。

仅供披露之用（根据FINRA要求），我们在“增持”、“持股观望”和“减持”评级旁列示“超配”、“等配”和“未评级”的评级。摩根士丹利不对我们覆盖的股票进行“增持”、“持股观望”或“减持”评级。“超配”、“等配”、“未评级”和“低配”并非等同于“增持”、“持股观望”和“减持”，而是代表相对配置建议（详见下方定义）。为满足监管要求，我们将我们最积极的评级“超配”对应“增持”建议；将“等配”和“未评级”分别对应“持股观望”和“减持”建议。

覆盖范围			投行客户（IBC）			其他材料投资服务 客户（杂项）	
股票评级 类别	数	百分比	数	总百分比（IBC）	评分百分比 类别	数	总占比 其他 MISC
Overweight/Buy	1544	42%	453	49%	29%	757	44%
Equal-weight/Hold	1577	43%	390	42%	25%	769	44%
Not-Rated/Hold	3	0%	1	0%	33%	1	0%
Underweight/Sell	544	15%	89	10%	16%	204	12%
总计	3,668		933			1731	

数据包括目前被评定等级的普通股和ADR。投资银行客户是指摩根士丹利在过去12个月内获得投资银行补偿的公司。由于小数点四舍五入，“占总额的%”列中提供的百分比可能不恰好加总为100%。

分析师股票评级

超重（O）。预计该股票的总回报率在风险调整的基础上，将超过分析师行业（或行业团队）覆盖范围内的平均总回报率，在未来。

12-18 months.

等权重（E）。预计在未来12-18个月内，该股票的总回报率在风险调整的基础上，将与分析师的行业（或行业团队）覆盖范围内的平均总回报率相一致。

未评级（NR）。目前，分析师对于该股票在未来 12-18 个月内，相对于其所覆盖行业（或行业团队）的覆盖范围内平均总回报，在风险调整基础上，的总回报缺乏足够的信心。

体重不足（U）。预计在未来12-18个月内，该股票的风险调整后总回报率将低于分析师行业（或行业团队）覆盖范围内的平均总回报率。

除非另有说明，摩根士丹利研究中包含的价格目标时间范围为12至18个月。

分析师行业观点

吸引人（A）：分析师预计其行业覆盖范围内的表现在未来12-18个月内将相对于相关广泛市场基准具有吸引力，具体如下。

线性（I）：分析师预计其行业覆盖范围内的表现在未来12-18个月内将与相关广泛市场基准相符，具体如下。谨慎（C）：分析师对其行业覆盖范围内表现在未来12-18个月内与相关广泛市场基准相比持谨慎态度，具体如下。各地区的基准如下：北美 - 标普500；拉丁美洲 - 相关MSCI国家指数或MSCI拉丁美洲指数；欧洲 - MSCI欧洲；日本 - 东京证券交易所指数；亚洲 - 相关MSCI国家指数或MSCI次区域指数或MSCI亚太区除日本指数。

股票价格、目标价及评级历史（参见评级定义）

Alphabet Inc. (GOOGL.O) - As of 07/12/26 GMT in USD
Industry : Internet



Amazon.com Inc (AMZN.O) - As of 07/12/26 GMT in USD
Industry : Internet



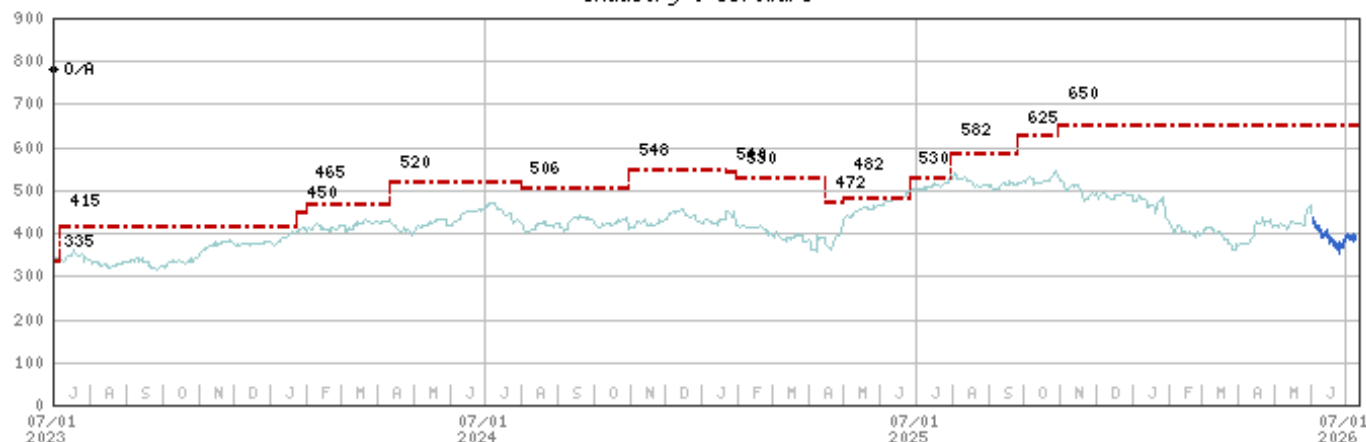
Meta Platforms Inc (META.O) - As of 07/12/26 GMT in USD
Industry : Internet



Effective January 13, 2014, the stocks covered by Morgan Stanley Asia Pacific will be rated relative to the analyst's industry (or industry team's) coverage.

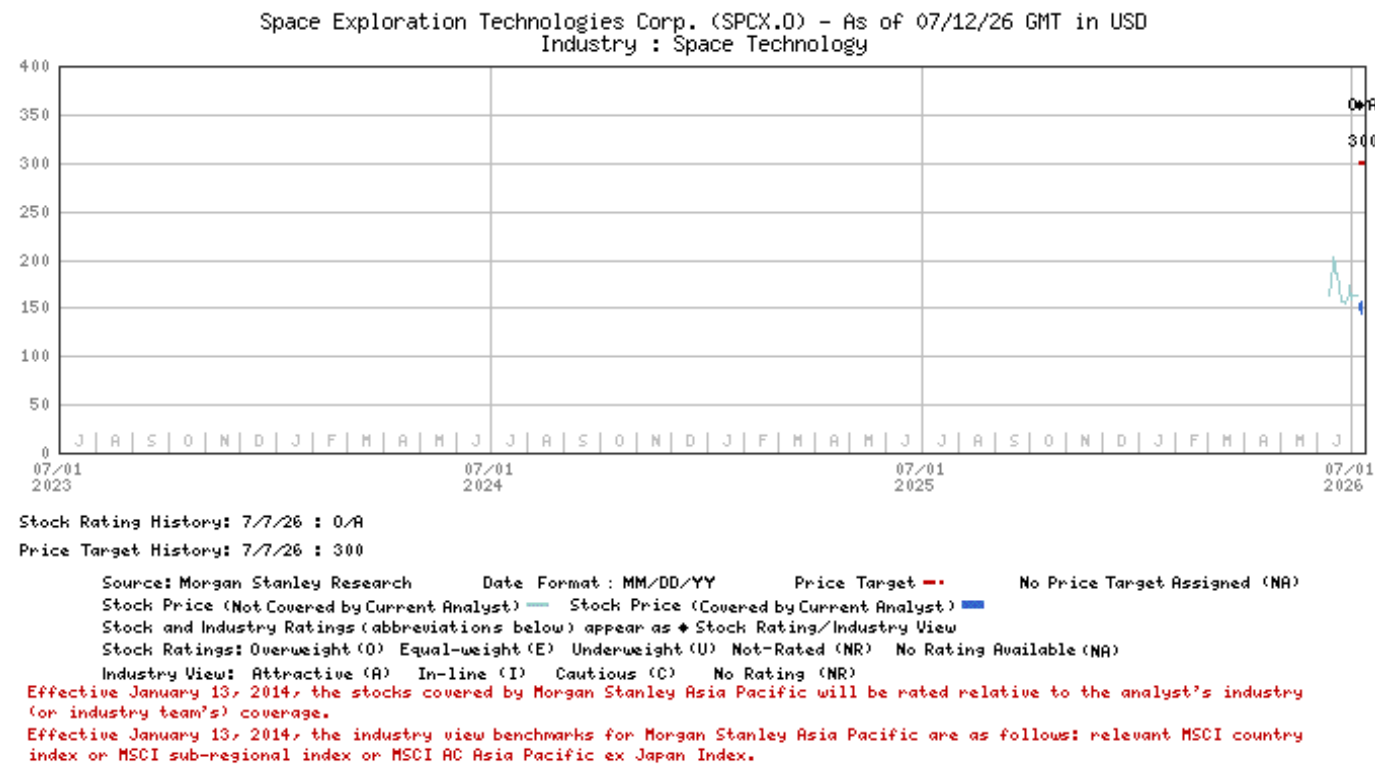
Effective January 13, 2014, the industry view benchmarks for Morgan Stanley Asia Pacific are as follows: relevant MSCI country index or MSCI sub-regional index or MSCI AC Asia Pacific ex Japan Index.

Microsoft (MSFT.O) - As of 07/12/26 GMT in USD
Industry : Software



Effective January 13, 2014, the stocks covered by Morgan Stanley Asia Pacific will be rated relative to the analyst's industry (or industry team's) coverage.

Effective January 13, 2014, the industry view benchmarks for Morgan Stanley Asia Pacific are as follows: relevant MSCI country index or MSCI sub-regional index or MSCI AC Asia Pacific ex Japan Index.



摩根士丹利史密斯巴尼有限责任公司客户重要披露

有关可能合理预期会影响摩根士丹利史密斯巴尼有限公司选择第三方研究机构或第三方研究报告标的公司的任何重大利益冲突的重要披露，可在摩根士丹利财富管理披露网站 www.morganstanley.com/online/researchdisclosures 上获得。有关摩根士丹利的具体披露，您可以参考 <https://www.morganstanley.com/eqr/disclosures/webapp/genera1research>。

每份摩根士丹利的研究报告都由摩根士丹利·史密斯·巴尼有限公司代表进行审阅和批准。这项审阅和批准工作由同一人负责，该人同时也是代表摩根士丹利审阅研究报告的人。这可能会产生利益冲突。

其他重要披露

研究团队中，在研究完成前曾接触或可能接触过该研究的人员，持有微软公司或优步技术公司的证券（或相关衍生品）。此人并非研究分析师或研究分析师的家庭成员。

摩根士丹利研究政策规定，研究分析师和研究管理部门应根据发行人、行业或市场出现可能对报告内研究观点或意见产生重大影响的最新发展，随时更新研究报告。此外，某些研究出版物计划定期更新（每周/每月/每季/每年），并将通常按照该频率更新，除非研究分析师和研究管理部门根据当前情况认定采用不同的发布计划更为适宜。

摩根士丹利并非担任市政顾问，此处包含的观点或看法并非意在构成，亦不构成《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》第975条意义上的建议。

摩根士丹利提供一款名为“战术观点”的股票研究产品。“战术观点”中包含的对某只特定股票的看法可能与该股票其他研究报告中提出的建议或观点相悖。这可能是由于不同的时间跨度、研究方法、市场事件或其他因素造成的。如需获取某只特定股票的所有可用研究报告，请联系您的销售代表或访问摩根士丹利矩阵网站 <http://www.morganstanley.com/matrix>。

摩根士丹利研究通过我们专属的研究平台Matrix提供给客户，同时摩根士丹利也以电子方式向客户分发。部分而非全部摩根士丹利研究产品也会通过第三方供应商提供给客户，或以其他电子方式重新分发给客户，以提供便利。如需获取所有可用的摩根士丹利研究，请联系您的销售代表或访问Matrix网站<http://www.morganstanley.com/matrix>。

摩根士丹利研究资料的任何访问和/或使用均需遵守摩根士丹利的《使用条款》（<http://www.morganstanley.com/terms.html>）。通过访问和/或使用摩根士丹利研究资料，您即表示您已阅读并同意受我们的《使用条款》（<http://www.morganstanley.com/terms.html>）的约束。此外，您同意摩根士丹利根据我们的《隐私声明》和《全球Cookie政策》（http://www.morganstanley.com/privacy_pledge.html）处理您的个人数据和使用Cookie，包括用于设置您的偏好以及收集读者数据，以便我们为您提供更优质和个性化的服务及产品。欲了解摩根士丹利如何处理个人数据、我们如何使用Cookie以及如何拒绝Cookie的更多信息，请参阅我们的《隐私声明》和《全球Cookie政策》（http://www.morganstanley.com/privacy_pledge.html）。请使用提供的链接查阅摩根士丹利印度公司私人有限公司的《条款和条件》和《最重要的条款和条件》（https://www.morganstanley.com/assets/pdfs/about-us-global-offices/india/Terms_and_conditions.pdf），并使用以下链接查阅审计报告（https://ny.matrix.ms.com/eqr/research/webapp/researchdocs/MSICPL_Morgan_Stanley_Research_Audit_Report.pdf）。

如果您不同意我们的使用条款和/或不愿授权摩根士丹利处理您的个人数据或使用Cookie，请不要访问我们的研究。摩根士丹利研究不提供个性化投资建议。摩根士丹利研究是在不考虑使用者具体情况和目标的情况下准备的。

收到该信息的人。摩根士丹利建议投资者独立评估特定投资和策略，并鼓励投资者寻求财务顾问的建议。一项投资或策略的适当性将取决于投资者的具体情况和目标。摩根士丹利研究中讨论的证券、工具或策略可能不适合所有投资者，某些投资者可能无权购买或参与其中部分或全部。摩根士丹利研究不是买卖任何证券/工具的要约，也不是请求买卖任何证券/工具或参与任何特定交易策略。您的投资价值 and 收入可能会因利率、汇率、违约率、提前偿付率、证券/工具价格、市场指数、公司运营或财务状况或其他因素的变化而变化。在证券/工具交易中行使期权或其他权利可能有时间限制。过去的表现不一定能预示未来的表现。对未来表现的预测基于可能无法实现的假设。如提供，并且除非另有说明，封面上的收盘价是指相关公司证券/工具的主要交易所的价格。

负责准备摩根士丹利研究报告的固定收益研究分析师、策略师或经济学家，其薪酬基于多种因素，包括研究的质量、准确性和价值、公司盈利能力或收入（其中包含固定收益交易和资本市场盈利能力或收入）、客户反馈和竞争因素。固定收益研究分析师、策略师或经济学家的薪酬与其在摩根士丹利进行的投资银行业务或资本市场交易，或特定交易台的盈利能力或收入无关。

摩根士丹利研究中的“涉及主体公司的重大监管披露”部分列出了所有被提及且摩根士丹利持有其1%或以上普通股证券类别的公司。对于摩根士丹利研究中提及的其他所有公司，摩根士丹利可能持有其证券/工具或证券/工具衍生品的投资低于1%，并且可能以与摩根士丹利研究中所讨论的不同方式进行交易。摩根士丹利未参与摩根士丹利研究准备的员工可能投资于所提及公司的证券/工具或证券/工具衍生品，并且可能以与摩根士丹利研究中所讨论的不同方式进行交易。衍生品可能由摩根士丹利或其关联方发行。

除有关摩根士丹利的资讯外，摩根士丹利研究均基于公开信息。摩根士丹利会尽一切努力使用可靠、全面的信息，但我们不保证其准确性或完整性。除我们打算停止对某主体公司进行股票研究覆盖外，我们无义务告知您摩根士丹利研究中观点或资讯何时发生变化。摩根士丹利研究中呈现的事实与观点未经其他摩根士丹利业务领域的专业人士（包括投行人员）审阅，亦可能未反映这些专业人士所知的信息。

摩根士丹利研究部人员可以参加公司活动，如实地考察，但通常禁止由公司报销相关费用，除非事先获得研究管理层授权成员的批准。

摩根士丹利可能会做出与本报告中的建议或观点不一致的投资决策。

致基于台湾地区或交易台湾证券/工具的读者：交易于台湾地区的证券/工具信息由摩根士丹利台湾有限公司（“MSTL”）提供。该等信息仅供参考。读者应独立评估投资风险，并对其投资决策负全部责任。未经摩根士丹利事先书面同意，摩根士丹利研究可能不得向公众媒体分发、或被公众媒体引用或使用。根据台湾证券交易所建议法规第7-1条的规定，任何非客户读者在获取和/或接收摩根士丹利研究时，不得向任何第三方（包括但不限于关联方、附属公司及任何其他第三方）提供摩根士丹利研究，或从事任何可能产生或看似可能产生利益冲突的与摩根士丹利研究相关的活动。未交易于台湾地区的证券/工具信息仅用于信息目的，不构成任何建议或买卖此类证券/工具的邀约。MSTL不得为客户执行此类证券/工具的交易。

摩根士丹利未根据中国法律注册成立，与此报告相关的研究是在中国境外进行的。摩根士丹利研究不构成在中国出售任何证券的要约或购买任何证券的要约邀请。中国投资者应具备投资此类证券的相关资格，并应自行负责从相关政府部门获取所有相关批准、许可证、核实和/或注册。本报告或其任何部分均不旨在构成，也不应被视为根据中国法律定义的任何证券投资咨询服务。此信息仅供您参考。

Morgan Stanley Research is disseminated in Brazil by Morgan Stanley C.T.V.M. S.A. located at Av. Brigadeiro Faria Lima, 3600, 6th floor, São Paulo - SP, Brazil; and is regulated by the Comissão de Valores Mobiliários; in Mexico by Morgan Stanley México, Casa de Bolsa, S.A. de C.V. which is regulated by Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Paseo de los Tamarindos 90, Torre 1, Col. Bosques de las Lomas Floor 29, 05120 Mexico City; in Japan by Morgan Stanley MUFG Securities Co., Ltd. and, for Commodities related research reports only, Morgan Stanley Capital Group Japan Co., Ltd; in Hong Kong by Morgan Stanley Asia Limited (which accepts responsibility for its contents) and by Morgan Stanley Bank Asia Limited; in Singapore by Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte. (Registration number 199206298Z) and/or Morgan Stanley Asia (Singapore) Securities Pte Ltd (Registration number 200008434H), regulated by the Monetary Authority of Singapore (which accepts legal responsibility for its contents and should be contacted with respect to any matters arising from, or in connection with, Morgan Stanley Research) and by Morgan Stanley Bank Asia Limited, Singapore Branch (Registration number T14FC0118); in Australia to "wholesale clients" within the meaning of the Australian Corporations Act by Morgan Stanley Australia Limited A.B.N. 67 003 734 576, holder of Australian financial services license No. 233742, which accepts responsibility for its contents; in Australia to "wholesale clients" and "retail clients" within the meaning of the Australian Corporations Act by Morgan Stanley Wealth Management Australia Pty Ltd (A.B.N. 19 009 145 555, holder of Australian financial services license No. 240813, which accepts responsibility for its contents; in Korea by Morgan Stanley & Co International plc, Seoul Branch; in India by Morgan Stanley India Company Private Limited having Corporate Identification No (CIN) U22990MH1998PTC115305, regulated by the Securities and Exchange Board of India ("SEBI") and holder of licenses as a Research Analyst (SEBI Registration No. INH000001105); Stock Broker (SEBI Stock Broker Registration No. INZ000244438), Merchant Banker (SEBI Registration No. INM000011203), and depository participant with National Securities Depository Limited (SEBI Registration No. IN-DP-NSDL-567-2021) having registered office at Altimus, Level 39 & 40, Pandurang Budhkar Marg, Worli, Mumbai 400018, India; Telephone no. +91-22-61181000; Compliance Officer Details: Mr. Tejarshi Hardas, Tel. No.: +91-22-61181000 or Email: tejarshi.hardas@morganstanley.com; Grievance officer details: Mr. Tejarshi Hardas, Tel. No.: +91-22-61181000 or Email: msic-compliance@morganstanley.com. Morgan Stanley India Company Private Limited (MSICPL) may use AI tools in providing research services. All recommendations contained herein are made by the duly qualified research analysts; in Canada by Morgan Stanley Canada Limited; in Germany and the European Economic Area where required by Morgan Stanley Europe S.E., authorised and regulated by Bundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) under the reference number 149169; in the US by Morgan Stanley & Co. LLC, which accepts responsibility for its contents. Morgan Stanley & Co. International plc, authorized by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority, disseminates in the UK research that it has prepared, and research which has been prepared by any of its affiliates, only to persons who (i) are investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (as amended, the "Order"); (ii) are persons who are high net worth entities falling within Article 49(2)(a) to (d) of the Order; or (iii) are persons to whom an invitation or inducement to engage in investment activity (within the meaning of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000, as amended) may otherwise lawfully be communicated or caused to be communicated. RMB Morgan Stanley Proprietary Limited is a member of the JSE Limited and A2X (Pty) Ltd. RMB Morgan Stanley Proprietary Limited is a joint venture owned equally by Morgan Stanley International Holdings Inc. and RMB Investment Advisory (Proprietary) Limited, which is wholly owned by FirstRand Limited. The information in Morgan Stanley Research is being disseminated by Morgan Stanley Saudi Arabia, regulated by the Capital Market Authority in the Kingdom of Saudi Arabia, and is directed at Sophisticated investors only.

摩根士丹利研究中的信息由摩根士丹利国际有限公司（迪拜金融中心分行）提供，该机构受迪拜金融服务管理局（DFSA）监管。

或由摩根士丹利国际公司（ADGM分行）发行，该机构受阿布扎比金融服务管理局（FSRA）监管，且仅面向专业客户发行，专业客户定义分别依据迪拜金融市场监管局（DFSA）或FSRA的规定。与此研究报告相关的金融产品或金融服务，将仅提供给我们确认符合专业客户监管标准的客户。如需了解各覆盖行业投资中不同摩根士丹利研究评级或建议的百分比分布情况，请联系您的销售代表。

摩根士丹利研究中的信息由摩根士丹利国际有限公司（QFC分行）提供，该机构受卡塔尔金融中心监管机构（QFCRA）监管。该信息仅面向商业客户和市场交易对手，并非针对QFCRA定义的零售客户。

根据土耳其资本市场委员会的要求，此处所述的投资信息、意见及建议不属于投资咨询活动范畴。投资咨询服务由授权机构根据客户的风险和收益偏好独家提供。此处所述的意见和建议具有普遍性，可能不适合您的财务状况、风险和收益偏好。因此，仅凭此处信息做出投资决策，可能无法达到您的预期效果。

摩根士丹利研究报告中包含的商标和服务商标为其各自所有者所有。第三方数据提供者对其提供的数据的准确性、完整性或及时性不作任何保证或陈述，且对该数据相关的任何损害不承担责任。《全球行业分类标准》（GICS）由MSCI和标普开发，并为MSCI和标普的专有财产。

摩根士丹利研究或其任何部分，未经摩根士丹利书面同意，不得转载、销售或再次分发。摩根士丹利研究中提到的指标和追踪器，不得被视为或作为欧盟法规2016/1011或其他类似框架下的基准。在某些固定收益研究报告中所推荐或讨论的发行人和/或固定收益产品，可能不会进行持续跟踪。因此，投资者应将此类固定收益研究报告视为提供独立分析，不应期望获得关于此类发行人和/或个别固定收益产品的持续分析或额外报告。摩根士丹利可能不时对研究报告所涉及的公司持有重大的财务和商业利益。

塞浦路斯证券交易委员会（SEBI）的注册和国家证券市场研究所（NISM）的认证绝不保证中介机构的业绩，也不向投资者提供任何回报保证。证券投资受市场风险影响。投资前请仔细阅读所有相关文件。

行业覆盖：互联网

公司（股票代码）	评分（截至）	PRICE* (07/10/2026)
布莱恩·诺瓦克, CFA		
爱彼迎 Inc (ABNB.O)	U (12/06/2022)	\$148.62
字母表公司 (GOOGL.O)	O (08/11/2015)	\$357.18
亚马逊公司 (AMZN.O)	O (04/24/2015)	\$245.34
Booking Holdings Inc (BKNG.O)	O (02/23/2026)	\$178.39
达达集团 (DASH.O)	O (02/21/2024)	\$191.82
易趣公司 (EXPE.O)	E (01/09/2019)	\$270.83
Instacart (CART.O)	E (01/29/2024)	\$48.39
Lyft公司 (LYFT.O)	E (10/24/2019)	\$15.61
Meta Platforms Inc (META.O)	O (03/20/2023)	\$669.21
Pinterest公司 (PINS.N)	O (07/20/2025)	\$22.52
红迪网公司 (RDDT.N)	O (12/08/2024)	\$195.34
Snap Inc. (SNAP.N)	E (07/22/2024)	\$4.68
优步技术公司 (UBER.N)	O (06/04/2019)	\$74.54
马修·科斯特		
AppLovin Corp (APP.O)	O (04/10/2025)	\$506.98
北星公司 (COMP.N)	E (01/12/2026)	\$11.72
Criteo SA (CRTO.O)	E (01/26/2016)	\$22.88
双核控股有限公司 (DV.N)	E (06/25/2024)	\$11.67
艺电公司 (EA.O)	E (08/04/2021)	\$206.41
liftoff移动公司 (LFTO.O)	E (06/29/2026)	\$24.83
MNTN公司（股票代码：MNTN.N）	E (06/16/2025)	\$10.50
开门科技 (OPEN.O)	E (07/24/2023)	\$4.77
派特卡控股公司 (PLTK.O)	E (11/27/2022)	\$3.83
罗布乐思公司 (RBLX.N)	O (11/04/2024)	\$55.35
尚客优品股份有限公司 (SSTK.N)	E (07/28/2022)	\$8.49
Take-Two Interactive Software (TTWO.O)	O (02/01/2018)	\$243.20
贸易桌面公司 (TTD.O)	E (09/10/2025)	\$19.53
Unity软件公司 (U.N)	O (09/02/2024)	\$30.89
微漫娱乐有限公司 (WBTN.O)	E (07/22/2024)	\$11.54
耶普公司 (YELP.N)	U (01/10/2019)	\$25.81

Zillow集团公司 (Z.O)	E (04/18/2018)	\$32.19
Nathan Feather 的中文翻译是：内森·费瑟		
蜂巢公司 (BMBL.O)	E (03/08/2021)	\$3.03
吉事果公司 (CHWY.N)	O (10/31/2023)	\$20.88
多邻国公司 (DUOL.O)	E (02/27/2026)	\$124.76
易贝公司 (EBAY.O)	O (04/18/2024)	\$117.20
易趣网公司 (ETSY.N)	E (07/20/2025)	\$81.05
Figs公司 (股票代码: FIGS.N)	E (02/29/2024)	\$10.04
grindr公司 (GRND.N)	O (07/01/2026)	\$15.69
匹配集团 (MTCH.O)	E (04/18/2024)	\$38.85
赛乐时互动公司 (PTON.O)	E (03/14/2022)	\$5.86
罗转集团股份有限公司 (RVLV.N)	E (10/20/2024)	\$23.93
世界威公司 (WW.O)	E (08/01/2025)	\$15.40

股票评级可能会有变动。请参阅每家公司最新的研究报告。*历史价格未进行除权除息调整。