

李倩

852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

2025 年回顧

一、歷史背景

2026 年將是美國建國 250 周年。這個由清教徒移民創建的國家長期被比喻成一座“閃耀的山上之城”，雖然年輕，但是延續了西方三千年的文明，包括耶路撒冷的信仰、雅典的理性、羅馬的美德、和倫敦的法治。美國人努力賺錢以榮耀上帝：America's Business is Business.

美國人並不忌諱否定自己，他們總是在選出新人，用新政策，糾正偏差：左過頭了就右轉，右過頭了就左轉。他們解決問題，適應環境，創造出新的美國。不變的，也是美國與歐洲最大的區別是：美國人更保守，在全球世俗化的大趨勢中更多保留了基督教信仰。

美國建國初期奉行孤立主義。華盛頓告誡避免歐洲糾葛，聚焦大陸擴張。1823 年門羅主義宣稱美洲不容歐洲干預，強化孤立主義。麥金萊和羅斯福推行“大棒外交”，介入拉美。在漢密爾頓主張的高關稅政策保護下，美國的製造業茁壯成長並超過了大英帝國。

直到 20 世紀初，威爾遜推動進步主義改革，美國外交才開始從孤立轉向國際主義。當希特勒和日本肆虐歐亞大陸的時候，是羅斯福帶領美國走出中立，積極備戰，隨後直接出兵，領導盟軍擊敗納粹和日本軍國主義，拯救了西方文明，並在戰後主導聯合國、佈雷頓森林體系，重建並維護了國際秩序。冷戰時代，前蘇聯在全球擴張共產主義意識形態；又是美國帶領西歐盟國與之展開軍備競賽和代理人戰爭，直到 1991 年蘇聯解體。

後冷戰時期，美國成單極霸權，享受了三十年的和平紅利和技術紅利，並開始驕傲自滿，以為“歷史終結”。克林頓推廣全球化，拉中國進入 WTO，成就了後者二十年的高速發展。小布希為首的新保守主義“十字軍”入侵阿富汗和伊拉克，深陷“建國”泥潭。奧巴馬則推動茉莉花革命、全球販賣美國的意識形態，同時在國內大搞身份政治，製造種族和性別對立，大量引進非法移民，擴大福利。

過去三十多年，隨著互聯網、半導體和移動技術的進步，美國經濟繁榮、股市高漲。但是也伴隨著產業外流、貧富嚴重分化、族群對立、毒品濫用、政治極化、生育率下降、非法移民氾濫、價值體系崩塌、社會問題惡化，以及聯邦政府的無節制擴張。美國作為當代的羅馬帝國，也正在重複歷史上後者所犯的錯誤。

2008 年金融危機後，美國政府的財政紀律日益鬆懈，美國政府承擔了過多對內和對外義務，導致預算赤字失控、國債飆升。尤其是 2020 年新冠疫情後，美國在短短五年內國債飆升 12 萬億美元；利息支出增至 9090 億，占聯邦支出的 14%。公共財政瀕臨破產。

西歐的社會民主黨政客們則走得更遠：歐盟的管制扼殺創新，高福利和高稅收養懶罰勤，導致人才流失到美國；大量引入穆斯林移民動搖了基督教文明的根基；以政治正確的名義扼殺言論自由；工業空心化、國防產能不足，北約也名存實亡，直到俄烏戰爭爆發。

西方文明又一次面對內憂外患的局面。高票當選的川普在第一任內開始了 MAGA 運動，試圖解決他眼中的各種問題。他減稅、退群、建牆、限制移民，並發起了對華貿易戰、試圖把製造業搬回美國。作為政治素人，他犯了很多錯誤，導致大部分目標沒有達成並失去政權。經過四年的蟄伏後，第二任期上川普的更加大膽、無

恥、高效，讓很多自由派知識份子們感慨“燈塔國熄滅”。但是受益於國會兩院共和黨的多數席位局面，川普迅速推進“美國優先”（America First）議程，通過大量行政命令、立法和外交行動，大幅提高了關稅，通過了減稅法案，縮減了政府，推動了常識和信仰的回歸。資本市場對川普投下了信任票：2025年，美股在經歷了3-4月份的猛烈下跌後V形反彈，並創下了歷史新高。

作為“冒險者的天堂”，美國也是創新的天堂。250年來，無數移民和他們的後代在美國實現了他們的“美國夢”：特斯拉、愛迪生、福特、約伯斯、黃仁勳、馬斯克等等。他們的重大發明經常在數十年裡影響全世界，有些甚至開啟了一輪輪所謂的“康波週期”。2026年恰逢SpaceX計畫有史以來最大的IPO，標誌著美國的“昭昭天命”從西部延伸到太空。美國有著世界上最優質的大學、最高效的金融系統、最大的消費市場。是這些要素的組合，與自由、法治、虔敬的傳統一起，使美國吸引了來自全世界的人才，成為創新的溫床，並孵化出了包括M7在內的全球領先的科技企業，並帶領人類文明走向星辰大海。

二、美國國家安全戰略大轉向

川普在新版《國家安全戰略》中首先承認了現實：美國的製造業空洞化後果嚴重；預算和貿易雙赤字已經難以為繼；美國的綜合國力相對下降，已經無力承擔起對內對外承諾的義務；中國全面崛起、實力比肩美國，正在全球推行其治理方案並挑戰現有的國際秩序；而歐洲傳統盟友們正走在錯誤的道路上並已深陷困境而不自知；西方文明正在危險之中。

其次，川普闡述了他解決問題的思路：盡可能在全球尋求和平、妥協，減少戰爭開銷；增加軍費，保持威懾能力，不戰而屈人之兵；動用經濟和貿易手段，而非武力，達到戰略目的；收縮戰線，確保西半球後院安全；讓盟國承擔更多的責任。

門羅主義的川普推論立足於發展自身，將經濟安全提高到了國家安全基礎的高度，並將其作為與其它大國競爭的終極博弈手段。戰略認為，“從長遠來看，維持美國的經濟和技術主導地位是威懾和預防大規模軍事衝突的最可靠途徑。”

羅斯福可以為了對付納粹而和意識形態的敵人蘇聯結盟；尼克森可以為了對付更大的敵人蘇聯而和中國結盟；川普為了對付他心目中更強大的對手，經濟上的中國和政治上的歐盟，也選擇了和俄國結盟。在他看來，當務之急是拯救西方文明：中國從物質上，歐盟從精神上，正在裡應外合地瓦解基督教文明的基礎；而信仰東正教的普京必將迷途知返而成為他的夥伴。

全球化的最大受益者之一是中國。自1990年代初逐步融入全球經濟體系以來，海外資金、技術與訂單大量流入，推動中國迅速成長為全球製造業的重要中心，並在供應鏈中佔據關鍵地位。自2012年起，中國加大了國防和海上力量的建設力度，部分西方國家對此表示關注，認為這一變化可能影響航行秩序。此外，中國在全球範圍內的經貿與外交影響力不斷提升，包括在拉丁美洲等地區的合作也日益深化。

在第一任期內，特朗普政府認為與中國的經貿關係存在結構性問題，因而發起了貿易摩擦，但取得的成果有限。進入第二任後，特朗普在處理中美關係時表現得更為務實，強調在競爭中尋找合作空間，並在維護美國核心利益的同時推動互利共贏。他的外交思路更多地服務於國內經濟與就業議題，關注實際利益和交易結果。這種以務實為導向的政策取向，與部分強調意識形態或政治價值輸出的做法有所不同，被認為更直接地支持了經濟與資本市場的穩定。

三、內政

1) 限制移民

人作為文明的載體，移民問題是觸及美國文化根基與西方文明未來走向的重大問題。美國被喻為“民族的熔爐”。歷史上，美國吸引並同化了蘇格蘭人、愛爾蘭人、義大利人、德國人、猶太人、中國人、日本人，並形成了獨特的“美利堅民族”。但是穆斯林與之前的移民都完全不同：他們很難被熔化；而且他們的政教合一和高生育率直接威脅到目標國內基督教文明的生存。

川普迅速制止了拜登時期的大規模非法移民入境，授權 ICE 大規模驅逐非法移民，突擊庇護城市，並調動國民警備隊迅速平息了針對 ICE 的騷亂，避免了 2020 年的“黑命貴”運動複現。

限制移民短期對美國經濟不利：減少了相應的就業和消費，增加了執法費用。但是長期有望減少政府福利支出，並提高就業率和人均產出。

2) 打擊毒品

川普將毒品危機定為國家緊急狀態，聚焦拉美來源。針對委內瑞拉，他部署美軍加強加勒比海巡邏，摧毀數十艘“毒品船”，聲稱攔截價值數十億美元的毒品。同時通過與中國談判打擊芬太尼前體化學品的走私活動。這些措施長期有利於美國經濟和股市。

3) 回歸常識和信仰

文明衰敗通常是從內部開始的。因此，內部的政治鬥爭重要性不言而喻。美國內部的黨爭也曾經激烈到兵戎相見；南北戰爭中的死亡人數超過美國所有對外戰爭死亡人數的總和。從這個背景看，今天的兩黨之爭，與其重要性和深遠影響相比，付出的代價不算高，已經算是溫和的了。

美國正經歷將長達十幾年的“向右轉動”週期，是對 1991 年冷戰結束後 34 年發展方向的反向矯正。冷戰後歐美因外部威脅消除後，廣泛出現自滿情緒，國內在性別、移民、福利等意識形態及政策上的一些爭議性議題逐漸凸顯。在持極端保守立場的基督教群體眼中，此類社會變化已嚴重偏離了傳統價值觀。

川普強調“常識回歸”，實則為對奧巴馬為代表的民主黨極端主義的糾偏。3 月廢除聯邦 DEI 辦公室，恢復基於才能的招聘；禁止對未成年人的跨性別醫療。川普政府大力瘦身甚至廢除教育部，旨在減少聯邦政府對本屬私域事務的干預。在大學層面，以聯邦資金和研究資助為杠桿迫使多所名校禁止 DEI（多樣性、公平與包容）配額，並強化言論自由。教育部禁止跨性別運動員參與女子賽事。

特朗普強化“基於信仰的治理”，設立白宮信仰辦公室和宗教自由委員會，任命保守基督教領袖，推動“美國第一修正案”保護，禁止聯邦機構強制 LGBTQ 培訓，恢復學校祈禱權和反墮胎資助。保守人士如 Charlie Kirk 等在過去十年以來致力於推動回歸清教徒立國之本，體現美國例外主義。他的遇刺，震撼了美國年輕一代，也激發了他們對常識和信仰的興趣，有著深遠的意義。

4) DOGE 給政府溫和瘦身

DOGE 的目標是每年節省至少 1 萬億美元（最初承諾 2 萬億美元）。在 DOGE 的推行下，已有約七萬多人選擇自願離職。政府各部門已經公佈的計畫裁員規模達到數萬人。關閉美國國際開發署（USAID）這一舉措，每年可為美國政府節省約 500 億美元的開支。迄今據稱已經節省約 1800 億美元，但遠未達預期。

5) 去監管而有為

川普在治國理政思維方面，我們總結為一個原則：實事求是。一方面他積極放鬆監管，鼓勵創新；另一方面，他沒有消極無為，而是積極招商引資，吸引外國投資。

長期以來，美國政府與私營企業保持著健康的距離。但是川普則與他的前任都不同，反而更象中國的同行。他積極有為地參與、甚至推動了一些立法議程和商業計畫，比如“創世紀計畫”和“星際之門”，以“舉國之力”推動 AI、虛擬貨幣和穩定幣的發展。這是自從戈爾-克林頓“資訊公路”之後沒有過的現象。

四、大漂亮法案（OBBBA）減稅、給政府瘦身

川普在獨立日前成功簽署的“大漂亮法案”是 2026 年的決定性財政事件。

1) 經濟與稅務：“大”減稅-維持美國企業的競爭力

- **減稅永久化**：將 2017 年《減稅與就業法案》中即將於 2025 年底到期的個人所得稅減免措施永久化。

- **企業稅優惠：**維持或進一步降低企業稅率（通常鎖定在21%或更低），並恢復部分企業研發和設備投資的稅收抵扣，以刺激製造業回流。
- **小費免稅：**兌現競選承諾，免除服務業人員小費的聯邦所得稅。

2) 能源政策：“黑”能源回歸-降低通脹

- **化石能源優先：**大幅擴大國內石油和天然氣的鑽探許可，鼓勵葉岩油氣開採，旨在降低通脹和能源成本。
- **削減綠色補貼：**廢除或大幅縮減拜登時期《通脹削減法案》中對電動汽車、太陽能和風能產業的補貼。

3) 社會支出與邊境：“砍”福利

- **削減福利：**縮減聯邦醫療補助（Medicaid）和食品券（SNAP）的覆蓋範圍或增加領取門檻（如強制工作要求），以抵消減稅帶來的財政赤字。
- **邊境資金：**撥款數十億美元用於完成邊境牆建設，並增加邊境巡邏人員的編制。

2026 年預算軍費增 1500 億美元，其中“金頂”導彈防禦系統 250 億美元。川普不希望發動戰爭，但是願意投資軍備形成威懾。此外，川普政府要求軍工企業增加資本支出，減少分紅回購，限制了股價表現。

法案預計在未來 10 年增加聯邦赤字約 1.5 萬億美元。考慮到未來十年美國 GDP 的預計增幅，赤字的這個增加幅度算是很低了。

五、中期選舉

美國 26 年中期選舉之前，民主黨在多場地方選舉中獲勝，給川普和共和黨敲響了警鐘。預計在 2026 年全年，民主黨會持續利用包括司法系統在內的所有手段反對川普的所有政策，也可能利用愛潑斯坦檔之類的事件攻擊川普本人。MAGA 內部也有分裂的苗頭。共和黨建制派也開始在有些議題上不聽川普招呼。如果共和黨丟掉中期選舉，川普大概率會被彈劾，法案會被擱置，部分政策可能被逆轉，嚴重衝擊美股。

儘管通脹已控制在 3% 左右，但物價高位未降，年輕人就業難。川普急需解決民生、就業及收入問題。他的思路是提高實際工資，帶來實質性的購買力改善，用發展解決問題。我們認為這是正確的。

六、外交

川普和萬斯不遺餘力地介入歐洲內政，支持右翼政黨，抨擊左翼政客。如此煽風點火起到稍許成效。

川普“強人外交”重視雙邊談判，避免多邊機制扯皮，雖被批破壞規範，但是卓有成效，2025 年促成多項停火，包括促成哈馬斯釋放人質並與以色列達成停戰協定，6 月與以色列一起在十二天衝突中重創伊朗核與導彈設施，為區域和全球和平做出了貢獻，利好全球股市。

在俄烏戰爭調停上，雖有進展但仍然好事多磨。軟弱的歐洲口惠而實不至。川普正在要求歐洲盟國提高軍費，承擔更多責任，做出實在的貢獻。我們判斷 2026 年大概率會達成停火協議，有利於全球股市，利空原油價格。建議關注烏克蘭、波蘭等直接受益國家的股市。

七、關稅和貿易

川普在3月份發起的對全球的貿易戰仍然遵循了他一貫的“交易的藝術”套路：漫天要價，就地還錢。其蠻橫粗暴令人髮指，引起市場長達兩個月的劇烈波動。塵埃落定後，真正執行的稅率遠低於剛開始威脅的水準，接近或略高於其他國家普遍採用的增值稅稅率，因此對全球經濟的衝擊比最初預期的要溫和得多。

增加關稅的基本目的達到了：關稅改善了美國聯邦政府的收支情況，減少了預算赤字；打擊了轉口貿易，迫使更多製造業回流或者轉移到友好國家。據美國財政部報告，截至9月30日結束的2025財年，關稅收入總額達到2152億美元。這種收入強勢延續到新財年。自10月1日以來，政府已徵收710億美元的關稅收入。

2025年的稀土之爭加劇了歐美日韓對供應鏈安全的擔憂。我們認為：供應鏈長期將脫鉤，但短期會以“溫水煮青蛙”的溫和方式推進。

川普的關稅政策被起訴違法的案件預計1月最高院會作出裁決。如果被推翻，短期將導致混亂和股市震盪。但是川普政府仍然可以用別的方法維持關稅。

八、貿易戰場轉移到歐洲

11月中國貿易順差首次突破1萬億美元。2025年中國對美出口：年減29%，對歐出口：年增14.8%。歐洲對華貿易逆差在過去一年間已經超過3500億美元。

隨著歐洲競爭力下降，需要更多的財政和貨幣政策托底。但與美國不同，歐元區國家的財政擴張和貨幣寬鬆都是受到條約約束，極其受限的。預算赤字（年度）不得超過國內生產總值（GDP）的3%；政府債務（存量）不得超過國內生產總值（GDP）的60%。

這意味著歐洲無法像美國那樣長期承載高赤字，因此對於貿易逆差及其導致的經濟和社會問題更敏感、更脆弱、反應更強烈。與中國之間存在爆發貿易戰的風險。如果成真，將降低全球增長預期。當然，更可能的局面是：中國企業應邀到歐洲投資，技術換市場，達到雙贏。

九、去全球化的長期影響

追求安全的代價是犧牲效率。全球經濟的整體運行效率會下降，增速放緩，但是在國家之間的分佈會更均勻，從而更有可持續性。

我們會看到更多的新興市場國家受益於全球供應鏈的重構，成為二十年前的中國：比如越南、印度、印尼、墨西哥、阿根廷等。這些國家的工業化，需要更多的基礎設施建設投資。雖然很可能是重複建設，但利好大宗商品、耐用設備等行業。間接地，這些國家的消費品行業，也會受益於經濟發展。

當美國政府開始收緊錢袋，試圖降低貿易赤字，減少補貼其它國家的企業，其它國家的政府相應地就被迫增加財政赤字，增發國債，以圖保住本國經濟不下滑。這也是一種代償效應。整體利好全球經濟和股市。

美國從國際義務中的退縮，固然省了錢，但也有其代價。美元和美債的信用在降低。短期內資金從美國流出，進入其它國家和實物商品。2025年的黃金大行情，部分可以歸因於此。

2026 年前瞻

一、經濟：

1) 增長提速

聯儲最近上調美國經濟增長預期，特別是 2026 年 GDP 增速從 1.8% 提高至 2.3%。我們對中期經濟前景謹慎樂觀：大漂亮法案的減稅和 AI 基建投資將推高 2026 年的增長超過歷史均值。再考慮到外國政府的財政刺激、增加軍備、俄烏戰爭可能結束、烏克蘭重建等外部因素的溢出效應，**2026 年美國 GDP 增速很可能超過 3%**。

但是上半年存在青黃不接的風險：在投資落地並拉動就業之前，消費可能會遭遇逆風。

1. 消費有逆風

股市的財富效應賦予了高收入階層的高消費能力；中產階層面對就業市場的冷卻而更加節制；而底層人民的消費能力受到相對健康就業市場的保障，雖然高利率限制了他們的借貸能力。這就是所謂的“K 型”分化：中產階級在減少。ICE 對非法移民的阻止和驅逐，以及來自聯邦政府的福利削減，則進一步制約了消費的整體增速。

拉斯維加斯的消費趨勢已經開始走低，這重現了當年經濟衰退早期的疲軟跡象。但 11 月的“黑色星期五”消費表現穩健，顯示出需求依然具有韌性。根據“大漂亮法案”（OBBBA）的政策調整，美國家庭將在明年年初的報稅季收到“巨額退稅”。OBBBA 包含追溯條款，這些條款將影響納稅人今年應繳納的稅款，從而可能增加退稅金額。預計一季度會有 1000 億至 1500 億美元巨額關稅退稅，平均每個家庭可能得到 1000 至 2000 美元，利好消費。此外，預期中的明年更多降息有助於汽車、家電等耐用消費品的消費。

2. 淨進口大幅減少

受益於川普的關稅壁壘和美元疲軟，美國的貿易赤字在縮窄。2024 年淨出口占 GDP 比例約為-3.1%；2025 年 Q2，轉為正貢獻約 4.8 個百分點（1947 年以來最高）。

展望 2026 年，外國政府為了托住本國經濟，被迫採取更積極的財政和貨幣政策。這些額外的刺激會有一部分溢出到美國，減少淨進口。

3. 投資拉動 GDP

大漂亮法案預計將恢復企業 100% 的獎金折舊和研發費用抵扣，可能將某些行業的有效企業稅率降至低至 12%。這是一項巨大的供給側激勵，從而推動製造業和技術領域的“資本支出超級週期”。

關稅談判成果顯現，不確定性基本消失，企業投資建廠意願增強。例如，JP Morgan CEO Jamie Dimon 計畫投資 1.5 萬億美元用於振興美國製造業。此外，川普招商引資頗有成效，迄今已經獲得數萬億美元的海外投資承諾。隨著這些項目逐步落地，將在未來三年為美國 GDP 提供顯著支撐。

未來幾年對算力的需求將遠超供給，這將推動 AI 和資料中心相關的投資熱潮。資料中心投資已占美國 GDP 的 1.2%-1.3%，並且還在持續上升。此外，對電網、發電以及公用事業的投資也將大幅上升。綜合考慮，投資對 GDP 增速的貢獻在 2026 年有可能超過 2%。

4. 政府支出收縮有限

上任之初，財長貝森特並沒有急於縮減財政赤字，而是計畫到 2027 年底才基本持平。事實發展也的確如此：貝森特對 DOGE 緊急叫停。但是，為了減少赤字，大漂亮法案直接損害了高度依賴政府福利的底層人民，其中包括大量移民，即民主黨的選民。

2026 財年（9 月底結束）的政府赤字約為 1.7 萬億美元，占 GDP 比重 5.5%。這兩個數字比 2025 財年的 1.85 萬億和 6% 略有下降，但下降幅度不大。對經濟增長拖累有限。

考慮到中期選舉的因素，川普政府應該有足夠的動機去討好中間選民，包括財政撒錢。關稅收入則給了川普一定的底氣去派糖賄賂選民。不排除明年川普在必要時把部分關稅收入以支票的形式派發給美國普通家庭。

2) 通脹可控

自從川普開打貿易戰以來，市場上擔心川普關稅會導致通脹高企的聲音不絕於耳，但是我們一直認為市場錯了。首先，關稅大部分會被出口國吸收；剩下的部分相當於銷售稅。美國銷售稅有上百年歷史，未導致通脹失控，即使在藍州等銷售稅較高的地區，通脹水準也並未表現出比紅州更顯著的高漲態勢。在就業市場沒有過熱的情況下，一次性的進口貨物價格上漲很難導致價格-工資的螺旋上漲。

2021-2022 年美國通脹失控核心原因是拜登政府濫發資金使得民眾肆意消費，民眾無需迫切通過工作獲取收入，因此選擇退出或暫緩進入就業市場，從而引發整體需求猛增而供給不足，導致物價急速上漲。市場是對通脹患了 PTSD。

2025 年美國 CPI 指數從年初 3% 的年率一度下滑到 4 月份的 2.3%，隨後因為關稅的原因逐步回升到 9 月份的 2.9%。核心 CPI 從 1 月的 3.3% 下降到 9 月的 3%。

考慮到 AI 基建投資和就業冷卻的對沖，**我們認為 2026 年的通脹將繼續穩中有降，到年底回到 2.5-3% 之間。**

3) 就業冷卻

2025 年美國的就業市場維持在相對良好的狀態，整體失業率從年初的 4% 持續惡化到 11 月份的 4.6%。職位空缺數量跌至不足 800 萬，大企業裁員數量持續上升，辭職率不斷走低。勞動力市場正在放緩。截至 2025 年 9 月，美國科技行業裁員超 18 萬人，矽谷碼農對失業存在恐懼，與 2021-2022 年形成反差。

入門級白領工作受到明顯影響：AI 取代實習生、剛畢業大學生的工作。企業對 AI 的競爭性採用正在提高生產效率，勞動力市場將逐漸出現“啞鈴化”的趨勢：高技能、高決策崗位需求將持續擴張；基礎性人機合作崗位也持續保持增長，中層職能崗位被系統性的擠壓、削弱。

這是技術進步的必然結果和必需代價。長期看，生產力的提升提高資本回報，直接利好美股。

正如此前的多次技術進步一樣，最終 AI 會創造出新的工作崗位。但是在此之前可能會有漫長的、長達數年的過渡期。在此期間，失業工人有政府保險福利兜底，對消費有負面影響，但不至於失控。

此外，淨移民的急劇下降預計將導致勞動年齡人口的絕對減少，2026 年每月新增就業崗位預計僅為 5 萬個。**我們預計 2026 年失業率上升空間有限，大概率不會超過 5%，仍在可以容忍的範圍內。**

4) 全球“代償性”增長

受川普壓力和俄烏戰爭的影響，德國正逐步擺脫傳統的“零赤字”財政政策，預計將大幅增加在基礎設施和國防領域的支出。這種財政擴張預計將在整個歐元區產生乘數效應，提升歐元區 2026 年的 GDP 增長率到 1.2% 至 1.5% 之間，利好歐洲股票。

如果俄烏戰爭停戰，烏克蘭重建，俄羅斯重新被國際社會接納，將會極大拉動全球經濟增長。

美國減少對盟友的義務，結果盟友們增加軍費、投資和支出，總體上增加了全球經濟活力，這也是一種有益的代償效應。

中國經濟的高速增長階段可能已進入調整期。受房地產市場和人口結構等長期因素的影響，或需通過更有力的政策支持來提振內需與信心。如果中國政府適度加大財政支持、促進消費，有望帶動全球消費需求，從而對部分美國消費類龍頭企業形成間接利好。

二、利率：

1) 美國降息預計 2 次

上任以來，美國總統特朗普曾多次呼籲美聯儲將基準利率降至 2% 以下。鮑威爾則置若罔聞。川普努力安插自己的親信 Miran 進入聯儲，並找藉口試圖炒掉不聽話的聯儲理事 Lisa Cook 未果。

隨著就業市場冷卻，鮑威爾有所鬆動，終於在年內完成 3 次降息，符合市場預期。當前的目標區間為 3.75% 至 4%。但最新的聯儲“點陣圖”維持 2026 年只有一次降息的預測。2027 年：再降息 1 次，長期利率中樞仍在 3% 附近。而期貨市場暗示投資者押注明年有 38% 機會降息兩次。

雖然川普會施壓要求多降息以刺激經濟，但依據傳統的泰勒規則，當前的聯邦基金利率已經處於“正確水準”的低端，而且明年美國經濟還將面臨來自“大漂亮法案”的財政脈衝。因此我們傾向於認為明年大概率會降息兩次，目標區間為 3.25% 至 3.5%。

2) 聯儲主席換成鴿派

隨著白宮國家經濟委員會主任哈塞特 Kevin Hassett 被視為接替鮑威爾的領跑者，另外一個候選人是沃什。

美聯儲獨立性問題正成為投資者的主要擔憂。哈塞特在市場眼中是一位典型的“鴿派候選人”。市場預期哈塞特將支持特朗普的促增長“高溫運行”政策，同時宣導弱勢美元。

哈塞特認為：人工智慧投資有望帶來類似於 1990 年代電腦技術繁榮所帶來的“正向供給衝擊”，當年正是這種供給改善使得美聯儲可以“讓經濟運行得稍微更熱一些”。

但是，AI 和互聯網之間還是有細微的差別。互聯網是革命性，極大地縮短了時空，從而很快在 C 端催生了媒體、廣告、搜索、電商、遊戲等新的商業模式，在 B 端則與 ERP、CRM 等軟體結合迅速提升了企業效率。

AI 作為更複雜的技術，仍在探索比訂閱制更好的商業模式，迄今為止主要是在 B 端作為替代部分白領人力的工具，其潛力巨大但是普及程度仍有待提高。商業化創造價值更多是通過“減支”而非“增收”體現出的。因此其正向供給衝擊雖然更深遠，但短期可能不如互聯網那麼快見效。

3) 長期利率穩中向下

10 年期國債利率從去年底 4.4% 下降到最近的 4.17% 附近。整體趨勢向下，也與聯儲降息的的方向一致。

長期利率直接影響企業和家庭的借債投資行為。因此川普政府非常在意長期利率高低。但是長期利率是市場決定的，而非聯儲能控制的。

直接決定長期國債利率的，不外乎供應和需求。在供應側，美國財政部已經開始儘量多發短期債券，而非長債。而且，隨著關稅收入增加，預算赤字增速放緩，財政部融資需求也會相應放緩。在需求側，出於對川普政權和美債的不信任，來自國外政府的需求可能會短期下降（轉而配置黃金等）；但私人部門對長久期、高品質資產的需求會伴隨著人口老齡化而增加。而且，未來隨著外國資金對美國經濟和債務可持續性的信心增強，這部分需求也會回流。

但是，大量 AI 相關投資以長期企業債券的形式融資。AI 投資相關的債券總規模在 2025 年已經突破了 2000 億美元，並且這一趨勢在未來幾年內仍將持續，甚至可能以更高的速度增長。由於“擠出效應”，會在短時間內推高長期利率。

因此，長期利率雖然還有下降的空間，但取決於 AI 債券發行規模，下降速度不會很快。明年很可能看到 10 年期美債收益率跌到 3.75-4%；30 年期抵押貸款利率跌至 6% 以下，刺激房屋銷售。

4) 隱形量化寬鬆

美聯儲自 2022 年開始的量化緊縮 (QT) 使資產負債表從近 9 萬億美元縮減至 6.5 萬億美元，對比特幣等風險資產造成顯著壓力。但 QT 計畫已於 12 月初正式結束。美聯儲將再度購買短期國債 (T-bills)，首月規模為 400 億美元。這是對風險資產的利好，有“隱性寬鬆”效果。

5) 信用市場風險高

存量部分，那些在 2020-2021 年鎖定低利率的企業將在 2026 年面臨“到期牆” (maturity wall)，被迫以顯著更高的成本進行再融資。有些脆弱的企業可能面臨破產風險。

增量部分，為了滿足未來五年的 AI 資料中心建設需求，假設投資級債券市場需要提供約 1.5 萬億美元的資金；整個 AI 基礎設施建設的總資金需求 5 萬億美元。扣除企業利用自由現金流部分，分攤到每年，可能會增加不到 1 萬億美元的債券發行量。這與政府減少赤字規模屬於同一量級。

並購 (M&A) 活動的回升也將扮演重要角色。受資本支出和並購活動驅動，美國投資級債券年度總發行量將激增。這些資金需求會因擠出效應而提高長期國債利率。

在資金供應方，由於銀行在 2008 年後被嚴格監管，私人信貸市場迅猛擴張。各類基金為爭奪一度由銀行主導的貸款業務而展開激烈競爭，放鬆了品質標準。私人信貸市場因為長期處於監管雷達之下而具有潛在風險。

6) 美元匯率穩中有升

雖然美國降息短期對匯率不利，但其生產力在 AI 帶動下快速提升；其它國家由於美國增加關稅的緣故不得不寬鬆本國貨幣和增加財政刺激進行補償，從而弱化本國貨幣。因此，整體看美元匯率穩定，且有升值潛力。

三、策略展望：

1) 資產配置建議

中國投資人需具備全球資產配置意識，美國在全球股票市值中占比 64%，遠超歐洲 (11%)、日本 (5%)、亞洲其他地區 (含中國，12%)，不投美股意味著錯過全球股權市場 2/3 機會。

基礎配置方案簡單組合，按美國標準：60%股票+ 40%債券，可滿足大部分需求。如果有能力，可以增加配置外國股票、大宗商品、黃金、比特幣、房地產等等。

股票：優先寬基指數 ETF，如標普 500 指數 SPY、納斯達克 QQQ。債券方面推薦 ETF (代碼 BND)，涵蓋國債、企業債、MBS (抵押支援證券) 等結構化產品。

在基礎組合上，可以增加黃金 (ETF 代碼 GLD)、比特幣 (ETF 代碼 IBIT)、納斯達克 100 指數 (ETF 代碼 QQQ)、美國之外國家股票 (ETF 代碼 VXUS) 配置。為了方便起見，我們給中國投資者們一個建議組合供參考，SPY: QQQ: BND : VXUS: GLD = 3:3:2:1:1。如果有外國護照，可以買比特幣相關基金，則建議把原本占比 10%的 GLD 換成一半 IBIT。

2) 美股整體展望

2025 年的美股表現超過了我們的預期。標普 500 指數今年已上漲 16%，科技“七巨頭” (Magnificent Seven) 目前約占該指數權重的三分之一。自 2019 年底以來，“Mag7”指數已累計上漲超 600%，而同期標普 500 漲幅為 113%。

美股指數已經不便宜，標普 500 靜態市盈率 28 倍；動態市盈率 23 倍，高於 10 年平均水準的 18.6 倍；席勒市盈率 39 倍，已經接近 2000 年泡沫破滅前的水準。其中，M7 的動態市盈率在 31 倍；剔除 M7 後，標普 500 整體市盈率僅 20 倍，剩餘 493 支股票中存在大量便宜標的。

M7 的動態 P/E 比標普 493 高出約 55% (31x vs 20x)，對應的是 M7 更高的盈利增長 (17%VS 9%)。但是不能簡單判定為市場錯了：畢竟，M7 在各自領域裡都處於壟斷或者寡頭壟斷的地位，除非發生基本面的重大改變，比如被新技術顛覆，或者重大投資失誤，否則可以在很長時期內保持高收入增速和高利潤率。

雖然 M7 估值仍高，但到 2025 年下半年，“標普 493”的貢獻度正在上升（市場寬度正在改善），這表明資金正在從極度集中的 M7 流向更廣泛的市場。

我們認為當前的估值水準已經基本透支了聯儲降息的預期。2026 年的估值水準很難有更多提升空間，甚至可能下降 1-3%。但是考慮到油價低迷、工資增長放緩、貿易不確定性的降低、歐元區和日本財政支出的增加，以及人工智慧在美國的快速推廣應用，標普 500 指數的整體盈利增速在 12% 左右。

因此我們預計 2026 年美股指數仍有 10% 的上升空間。

機構對明年市場的整體信心依然穩固。據一項針對亞洲、歐洲和華爾街資產管理機構的非正式調查顯示，超過四分之三的受訪者表示正在為 2026 年的風險偏好環境配置投資組合。

當然，短期波動很難避免。風險可能來自於真實的經濟和基本面原因，更多的時候來自於市場自身的過度反應一對好消息和壞消息。

3) 美國以外市場

此外，歐洲和日本的價值股存在投資機會。這些市場正在改善公司治理，包括股票回購和增加分紅，且其估值相比美國便宜。歐洲軍工板塊尤其受益於歐洲增加軍費。建議關注 ETF：EUAD、EWJ

新興市場：全球供應鏈重組給新興市場資產帶來巨大的機遇。此外，如果俄烏戰爭結束，烏克蘭重建工作將極大利好相關國家。建議關注國家 ETF：越南 VNM、阿根廷 ARGT、波蘭 EPOL。烏克蘭沒有 ETF，建議關注其最大的電信公司 KYIV。

4) 美股板塊分析

自新冠疫情以來，大型科技股受益於數位化趨勢加速，近期人工智慧熱潮更進一步推動其估值攀升，已經不便宜。散戶易紮堆熱門板塊（如 AI、加密貨幣、黃金、電力、稀土），需注意高位風險，適時減倉、換倉，避免過度抱團。若不熟悉個股，可優先選擇板塊 ETF 或寬基指數 ETF，降低選股風險；配置需分散，避免單一板塊或標的過分超配。

四、AI 大語言模型行業格局

歷史上的康波週期（經典劃分）通常被劃分為五次長波。

波次	大致時間	名稱	核心技術驅動力
第一波	約 1780s-1840s	工業革命時代	棉紡、鐵、蒸汽機
第二波	約 1840s-1890s	鋼鐵與鐵路時代	鋼鐵、鐵路、蒸汽船
第三波	約 1890s-1940s	電氣與重化工時代	電力、內燃機、化學工業
第四波	約 1940s-1980s	汽車與電子時代	汽車、石油化工、大規模生產、電子（早期）
第五波	約 1980s-2020s?	資訊技術時代	電腦、互聯網、移動通信、軟體

第六波（正在醞釀）可被稱之為智慧化與綠色時代，被人工智慧、物聯網、新能源、生物技術驅動。本輪 AI 熱潮可能正處於這個第六波康波週期的開端，通常第一階段約 10 年。因此，長期看整體無泡沫，方興未艾，但短期和局部可能存在泡沫。

對大模型的商業前景評估可分為兩個層級/階段：第一層級是模型具備使用者基礎，即“有人用”；第二層級是模型實現商業盈利，即“能賺錢”。

這次 AI 浪潮的弄潮兒無疑是核心大模型 LLM 廠商。圍繞著它們的是產業鏈下游使用者和上游晶片廠商和算力租賃公司。大模型公司構建生態搞應用、貨幣化，可以看作是向下游的垂直集成；搞晶片和算力租賃，可以看作是向上游的垂直集成。

經典的競爭三戰略在大語言模型領域同樣適用：

第一是差異化競爭戰略，核心是通過更優的品質或獨特的特色形成競爭壁壘，這也是閉源基礎大語言模型採用的戰略；

第二是成本領先戰略，即不追求突出特色，而是以更低的價格獲取市場優勢，開源模型即屬於這一類；

第三是聚焦戰略，即避開全面競爭，深耕某一細分利基市場並成為頭部玩家，Anthropic 旗下的 Claude 模型便是聚焦戰略的成功案例。

對於 AI 行業整體而言，過去三年是投入期，是在第一層級的競爭。閉源基礎大語言模型廠商們前置投入，不惜血本爭取行業第一。因為參照搜索、社交媒體、電商、流媒體、移動作業系統、甚至 SAAS 等領域的發展歷程，不難發現贏家通吃是數位經濟領域的典型特徵。這一特徵的核心成因在於：數字資產的邊際成本趨近於零，但流量獲取成本極高。這種成本結構催生了強烈的馬太效應，最終形成“強者恒強”的競爭格局。

在這場競爭中，資源與時間構成了兩大關鍵約束。從資源維度看，大模型訓練中“擴展定律”依然有效，模型性能的提升高度依賴算力、資料等資源的持續投入；在推理環節，高品質的答案需要消耗更多的 token - 燒更多的錢。從時間維度看，先發優勢至關重要——率先獲取流量、佔領用戶心智，往往能形成難以撼動的競爭壁壘。

這種競爭邏輯與互聯網時代的經典打法高度契合：通過主動承擔短期虧損、大規模補貼快速搶佔市場，擠壓競爭對手的生存空間，待形成壟斷優勢後再提高定價，完成商業變現。如今，閉源基礎大模型領域極有可能延續這一模式，這也解釋了為何各大廠商紛紛選擇前置資源投入，而非採取細水長流的穩健策略，因為畢竟市場不會給予後者充足的時間去“按部就班”地“有序擴張”。

在無法預測最終贏家的前提下，投資人只能根據參與者的投入多少盲猜：投入越多，贏的概率越高。這也是買彩票的邏輯。在這種投機和擔心錯過（FOMO）心態的驅使下，企業和投資人形成了一種螺旋上升的共生關係：企業花錢越多，股價越漲；股價越漲，花錢越多。這個格局直接受益的就是產業上游“賣鏟子”的如晶片和算力租賃公司。永續經營、無限外延的假設把他們的市值持續推高。OpenAI 和 ORCL 聯手放的大衛星把這場遊戲推到高潮。

經過三年的馬拉松後，基礎大模型廠商的競爭格局在逐步簡化、清晰，目前只剩下為數不多的頭部企業，全球範圍內不超過十個。預計到最終的穩定狀態，這個數位必然更少，不超過 5 個。這個淘汰過程是殘酷的。一旦最終格局隱約在目，失敗者的整個陣營都會遭到沒頂之災：對於投資了失敗者的資金而言，這就是第一輪泡沫破滅；相應的產業上游“賣鏟子”的，也會遭遇業績滑坡，因為來自失敗者陣營的需求已經消失了。股票和 CDS 市場都在對此做出反應。

我們正在進入第二階段。未來幾年，是要計算盈利和投資回報的時候。大模型公司（以及各種垂直、水準整合的形態）必須在來自上游的算力成本和對下游的服務品質之間優化取捨。第二階段的結束就是第二輪泡沫破滅的時候。對於大模型輸家，其下場自不待言；對於潛在的贏家，其盈利前景也要仔細算帳。勝利的代價可能是昂貴的：上千億美元的資本支出，本來是可以用來回購股份的。

過去兩年人工智慧服務的直接收入增長了近九倍。如果這種增長速度持續下去，那麼人工智慧公司有望創造巨大的利潤。但由於缺少差異化的競爭，以及免費開源大模型的存在，迫使閉源基礎大模型供應商們在相當長的時間內無法大幅提高定價；大量的消費者剩餘，將溢出給 AI 技術的用戶包括下游的 SAAS 和互聯網公司，給全社會增加福利。

1) OpenAI

OpenAI 的 ChatGPT 用戶數量多、具有先發優勢；但正在被 Google 的 Gemini 緊追甚至超越。財務資源的不足直接制約了其產品體驗的提升，畢竟 AI 大模型的優質服務依賴海量算力投入，而 OpenAI 的資金瓶頸使其難以持續支撐高規格的推理算力消耗，導致用戶體驗與 Google 形成差距。

僅靠付費訂閱已經無法支撐 OpenAI 去實現其宏大願景。OpenAI 正積極向下垂直整合，瞄準互聯網入口級基礎設施的定位，理論上可覆蓋廣告、電商、遊戲等多元變現模式。同時，OpenAI 向上游整合，與硬體廠商和算力租賃公司達成投資、採購等合作，試圖降低成本，增加算力。

OAI 急於建立生態，是在財務資源有限的情況下為了生存的必要。但是，在核心技術和用戶體驗無法保持領先的情況下，這樣匆匆拼湊起的生態是不成熟的、脆弱的，可能是“空中樓閣”，也有“迴圈融資”的嫌疑。山姆奧特曼描繪出的美好願景、超遠期的大訂單，也被資本市場強烈質疑其有效性，從而負面影響其自身和上游合作夥伴從市場上獲得資金和其他資源的能力，進而加劇其落後程度。一旦形成螺旋下行，其慘烈程度會是猛烈螺旋上行階段的鏡像。

2) 穀歌

Google 的核心優勢在於壓倒性的資源稟賦。每年上千億美元的現金流提供了穩定的資金支撐，接近 4 萬億美元的市值使其理論上具備萬億美元級別的發債能力。Google 作為最大的互聯網公司，在一家公司內部就完成了全產業鏈的垂直集成：擁有上萬名 AI 相關員工，其中包括最頂尖的人才；訓練語料庫覆蓋搜索、視頻、辦公等多場景資料；上游有自研的 TPU 無限供應；下游有自家的全家桶工具和硬體平臺。

充足的資源使其能夠持續投入算力基礎設施支持訓練和推理，這也是近期 Google AI 模型體驗領先的部份原因。Gemini 對 GOOG 的意義，除了本身的盈虧之外，更重要的是狙擊了 ChatGPT；因為後者作為互聯網流量入口的存在，就是對 GOOG 搜索廣告業務永恆的威脅。果然最好的防禦就是進攻。

對於下游應用和貨幣化，Google 的戰略是漸進式融合。作為擁有深厚存量業務的巨頭，更傾向於將大語言模型融入現有業務體系，而非顛覆自身。這種“保皇黨”式的策略使 Google 貨幣化方式與流量入口保持不變，仍依託傳統商業模式實現 AI 的價值轉化。

長期看，搜索廣告與大模型會怎麼演變？在 ChatGPT 被有效壓制後，GOOG 就有條件從容調整其業務商業模式以適應新的 AI 時代了。

作為 Gemini 生態的一部分，TPU 以犧牲通用性的代價貢獻了超高的性價比，也獲得了媲美甚至超越 GPU 的地位。長期看，TPU 的擴張很可能會迫使 GPU 廠商降低其利潤率。

資本市場為 Google 的 AI 戰略賦予了兩大估值增量：一是大語言模型帶來的期權價值——儘管目前 AI 業務直接貨幣化的規模可忽略不計，但市場看好長期潛力；二是 TPU 硬體業務的增長預期。兩者合計為 Google 帶來了 1 萬億美元左右的潛在增量市值空間。

但是，進入第二階段後，也要警惕 GOOG 估值水準的水分。理想雖好，也要落地、經得起檢驗。每年投入 AI 領域的資本開支高達數百億美元，這部分資金本可用於股票回購等提升股價的操作。若 AI 新業務無法形成穩定的現金流支撐，則現有估值邏輯將面臨重構。更需警惕的是，當前買方市場對 Google 的觀點高度一致，短期可能存在的踩踏風險。

3) 其它大廠

xAI 雖然擁有 X 的海量資料，但作為初創企業，財務資源極其有限。雖然馬斯克擅長用最少的資源搞出最大的動靜，Grok 仍然跟 Gemini 和 ChatGPT 有很大的資源差距。目前面臨無錢可燒的尷尬局面，除非併入 TSLA 或者通過合作利用後者的現金流和流量入口縮小與頭部模型的差距。馬斯克也正在這樣做。

Meta 的大模型戰略從開始的開源低價競爭轉向閉源差異化，並因此極大地增加了投入。我們認為這是正確的選擇。追求最先進的大語言模型，短期看不出來直接的商業價值；但是長期看，失去這個戰略制高點對於 Meta 這樣的純軟體/互聯網公司，是巨大的隱憂。貨幣化的方式目前看還是通過優化主營業務：流量獲取和廣告分發。Meta 擁有深厚的財務資源，豐富的訓練語料，但是缺少自己的 ASIC 晶片，也缺乏足夠的大模型人才。Meta 的大模型大概率做不到、也沒必要做到 Gemini 的規模，但是必須有：這是防禦，是保險。從財務角度，Meta 的大模型投入淨影響目前看是負面的。所幸的是縮減了元宇宙的投入，部分抵消了損失。

相較於全心全意的 GOOG，微軟與亞馬遜則是半心半意的參與者。二者的戰略邏輯高度相似，均選擇做 AI 基礎設施平臺而非直接下場做大模型參與競爭。微軟 CEO 納德拉作為優秀職業經理人，非常穩健，未盲目跟風 “All in”。隨著 Google 親自下場，OpenAI 領先優勢動搖，就開始向後退，把微軟定位為模型中性的基礎設施提供者，避免與軟硬體廠商形成深度綁定。這算是一種止損行為。亞馬遜也是通過投資入股 Anthropic 而非自研模型的方式間接參與 AI 浪潮，同樣堅守平臺定位。此外，亞馬遜作為算力租賃平臺，向上游垂直整合，自研 ASIC 晶片。這兩家企業均因態度不夠進取而被市場懲罰。其基礎設施戰略與其現有的雲業務高度協同，長期看是應對大模型競爭格局不確定性而做出的適合自身的明智選擇。

蘋果對待大模型的戰略一直很超脫淡泊。市場對此長期不滿，並對其股價作出懲罰。我們早在 2023 年初就堅持認為蘋果作為硬體平臺和終極流量入口，應堅守自己的本份，無需也不應該親自下場參與大語言模型的競爭，是市場錯了；而且隨著換機週期推移，iPhone 銷量也會大幅上升。這兩個判斷都已逐步被市場驗證。

4) 晶片和算力租賃

大語言模型的競爭也改變了硬體領域的競爭格局。大模型公司採取的資源前置的戰略驅使它們不惜代價地第一時間拼搶 NVDA 的 GPU 現貨。巨大的供需缺口短期推高了晶片價格，向來刀法精準的黃仁勳則 “有花堪摘只需摘”，並不羞於就地起價，從而造就了 NVDA 的股價神話。此外，算力租賃行業雨後春筍般地崛起。Hyperscale 巨頭們尋找第二供應商的戰略則順便拉高了 AMD 的股價。在推理環節，AMD 相對於 NVDA 的劣勢沒有那麼大。

AI 晶片對於 AI 大廠來說算是核心部件，從成本的角度也是大頭。這時候它們就有動力去做垂直集成了。少部分有能力的就動手去做 ASIC 了，比如 GOOG 和 AMZN。極少部分就真的成氣候了，比如 GOOG。

Google TPU 是 12 年前專為矩陣運算設計的專用晶片，經過長期技術積累已形成深厚護城河。其核心優勢在於 “專用性”，尤其是在推理階段。

GPU 作為通用並行運算工具，可執行更多樣化任務，但需向英偉達支付高額 “CUDA 稅”，支撐起英偉達高達 70% 的利潤率。從產品定價的角度，英偉達的高利潤率在 To B 領域等於是在邀請新競爭者加入。作為對比，蘋果作為 To C 領域議價權極強的企業，為維持長期發展，尚且將利潤率控制在 40% 以下。TPU 的發展已證明，英偉達 CUDA 生態的護城河並非不可逾越，尤其在推理領域，類似蘇丹軍隊將船拖過陸地繞開君士坦丁堡防線的邏輯。

隨著核心大模型廠商決出勝負，它們各自引領的生態，也俱損俱榮。Gemini 的階段性領先，已經帶動了 TPU 的銷售 - 雖然它們被 GOOG 垂直集成在一家公司內部；也拉動了 AVGO 的股價。OpenAI 的暫時（也可能是永遠的）落後，則拖累了 GPU 廠商和諸多算力租賃公司的股價表現。

2026 年，已經公佈的訂單已經確定了晶片銷量增長。但是電力和資本成為 AI 系統能否部署的瓶頸。而電力基礎設施建設是一個將耗時數年的過程，會面臨監管、技術和施工方面的挑戰。

長期來看，Google 的 TPU、AMD 等競爭對手的崛起必然會衝擊英偉達的高毛利率。不過對英偉達的悲觀情緒可能短期過度，畢竟 GPU 的通用性仍使其在多場景中具備不可替代性。但短期內英偉達市場地位仍難以被完全撼動，整體市場規模（TAM）擴大是主要矛盾。

長期看，上游的價格競爭加劇利好下游的用戶如 SAAS 和互聯網公司，也間接利好股市整體。

五、自動駕駛和具身智慧

2026 年 AI 有望在物理世界（具身智慧）取得更大進展。而 TSLA 是這個領域幾乎唯一的標的，有望獨享巨大的市場。唯一的問題是時間。

特斯拉的 AI 戰略聚焦於自動駕駛場景（FSD）、無人計程車 Robotaxi 及 Optimus 機器人。FSD v14 已經基本實現了無人駕駛；Robotaxi 在多個城市開始試運營；部分城市已經開始不需要安全員了。2026 年有望看到規模的迅速擴張。此外，SpaceX 和 xAI 也將增加與 TSLA 的合作，利好整個馬斯克帝國。

這些進展對短期業績的貢獻有限，但將大幅提高 TSLA 的估值水準。

六、傳統行業

過去三年科技股累計漲幅已經很大程度上反映了 AI 革命對業績的貢獻。大模型激烈的競爭利好下游用戶。科技的普及將提升標普 500 其他成分股的生產率和利潤率。與此同時，資金流向顯示，投資者正從科技巨頭轉向估值較低的週期股、小盤股和經濟敏感型板塊。

2026 年美國 GDP 增速很可能超過市場一致預期，將提振包括工業、材料和非必需消費品在內的週期性板塊的收益增長。

還有一些低估值的板塊，金融、醫療保健、能源、汽車、家電、房屋建造等也有望受益於利率降低。此外，川普放鬆監管的政策在金融板塊意味著銀行有望降低資本充足率要求，從而釋放出更多的資金用以分紅回購，利好整個板塊。未來，AI 在新藥研發領域的應用將為行業帶來新機遇，投資者可圍繞“AI + 生物醫藥”的邏輯尋找投資標的。

七、大宗商品和黃金

亂世黃金，盛世美元。2022 年俄烏戰爭後，美國和歐盟凍結了俄國央行存在國外的資產。這引起了其它國家的警覺。全球分成兩大陣營、持續脫鉤的背景下，出於對美元和歐元等法幣作為儲備的不信任，有些國家的央行這幾年瘋狂採購黃金，推高了金價。如果中國繼續拿出其每年貿易 1 萬億美元的順差的一小部分配置成黃金，那麼黃金就仍然有相當大的上漲空間。

對於黃金這種零息資產而言，短端利率下行直接降低了持有黃金的機會成本，使黃金相對於美元現金或短期債券更具吸引力。從更長的週期來看，黃金天然具有對沖貨幣貶值的能力，是關鍵的投資組合對沖工具。在地緣政治分裂和潛在通脹波動的背景下，黃金是必要的“尾部風險”保險，值得配置。配置比例建議 10% 以內，因黃金不產生現金流，長期平均回報率低於美股，約為美股一半。

另外一個值得考慮的是金礦股票。它們可以產生現金流，並有可能取得比黃金商品更高的回報。

能源和材料板塊受益於美國再工業化和基礎設施重建，建議超配行業 ETF 如 XME。

八、虛擬貨幣和穩定幣

今年 10 月，比特幣觸及 12.6 萬美元高位後持續承壓。比特幣存在每四年一次的週期波動，從波峰到穀底往往會腰斬。但我們認為這次大概率不會重現以往的劇烈程度。在比特幣的前三個週期中，參與群體主要局限於幣圈內的少數人，資金體量也相對有限，整個市場更像是一場零和遊戲。一方的虧損往往對應著另一方的盈利。在這樣的背景下，伴隨四年一度的減半事件出現腰斬式的週期波動是合理的。

但這一格局已發生顯著變化。大約兩年前，比特幣 ETF 獲得批准，加之相關政策法規的完善，比特幣的屬性已悄然轉變。如今它已不再是幣圈小眾玩具，而是成為了上千萬投資者包括大型機構的資產配置中的重要選項。這種參與群體和資金規模的擴容，意味著比特幣的週期性波動會大幅減弱。

基於此，我們判斷本次比特幣的跌幅大概率不會達到以往的 50%。具體跌幅可參考納斯達克指數的波動情況，若以貝塔係數（ β ）衡量其波動敏感度，我們初步估算為 β 值約為 2。這意味著，若未來納斯達克指數下跌 15%，比特幣最大跌幅可能在 30% 左右。而且隨著比特幣的滲透率持續上升， β 值未來可能更低。

我們整體看好合規穩定幣的未來。傳統金融行業由於技術落後而低效率、高成本、低服務品質。區塊鏈技術能很好地解決這些問題，從而持續擴大市場份額。川普政府積極擁抱穩定幣，並推動了“天才法案”為之提供監管框架，為後續更多機構和資金進入鋪平了道路，利好 CRCL。

九、風險

2026 年美股面臨的風險如下。

1. 首先是“青黃不接”的風險：如果來自國內外的投資延遲落地，就業和消費可能會惡化一段時間。
2. 通脹失控的風險：雖然概率很小，但是如果基建投資過熱，有可能會短期推高通脹，或者擠出效應加劇，推高長期利率。
3. 企業債務暴雷的風險：那些在 2020-2021 年鎖定低利率的企業將在 2026 年面臨“到期牆”，被迫以顯著更高的成本進行再融資。如果不能成功展期，導致破產，並蔓延到銀行系統，可能會造成恐慌。考慮到 CDS 等市場已經對此有所預期，並且 2008 年後對系統性重要銀行的嚴厲監管，這個風險可控。
4. 股票業績不達預期的風險。這對於估值過高的股票是個巨大的風險。建議追熱點的時候多一些冷靜。
5. 預計 1 月最高院會作出關稅案裁決，如果推翻關稅將導致混亂，導致股市震盪。
6. 美國政治衝突加劇的風險。民主黨會持續利用包括司法系統在內的所有手段反對川普的所有政策，也可能利用愛潑斯坦檔之類的事件攻擊川普本人。MAGA 內部可能發生分裂。共和黨建制派也可能會跟川普分道揚鑣。如果共和黨丟掉中期選舉，川普大概率會被彈劾，法案會被擱置，部分政策可能被逆轉，嚴重衝擊美股。
7. 全球地緣政治風險。全世界熱點很多，比如日本在加強軍備，軍費提高到占 GDP 2%；歐洲也有聲音要直接介入俄烏戰爭。如果爆發新的戰爭或現有戰爭升級，破壞全球供應鏈和金融系統，抬升油價和通脹，則會嚴重擾動股市。
8. 日本超預期加息的風險。日本貨幣政策轉向或加劇全球流動性收緊預期，間接壓制風險資產價格。日本央行持續加息，已逼近持續 2%的通脹目標。日本貨幣政策將持續正常化、讓利率最終回到“自然水準”，並關注日元疲弱帶來的通脹壓力。長期以來，投機者大量借入低息的日元，買入高息的外幣資產，從中賺取息差。隨著債務成本增加，這樣的交易變得缺乏吸引力，從而會主動或被動退出。一旦這樣的行為在短期內集中發生，市場會因為缺少流動性而出現踩踏事故。這樣的故事在 2024 年夏天發生過一次，隨後迅速平息。因此不必過於擔心。
9. 中歐貿易戰的風險。隨著歐洲對中國的貿易逆差持續增加，雙方爆發貿易戰的風險增加，有可能會短期衝擊全球股市。

2026 年美股首選公司

- 蘋果 (AAPL)：iPhone17 銷量創新高，服務業務增速依舊強勁
- 超微半導體 (AMD)：與 OpenAI 簽訂 6GW 協定，明年推出首款資料中心機架型產品
- 亞馬遜 (AMZN)：AI 驅動雲計算和電商業務雙引擎
- 波音 (BA)：交付提升推動公司現金流復蘇，737 及 787 產量將提升
- Circle (CRCL)：Circle 如何架起傳統金融與數字資產的橋樑？
- 穀歌 (GOOGL\GOOG)：業績全面超預期，實現首個千億收入季度，大幅上調資本開支
- Robinhood (HOOD)：增長品質顯著提升，盈利能見度驅動價值回歸
- 奈飛 (NFLX)：短期稅務問題和行業整合不改變長期邏輯
- 特斯拉 (TSLA)：Robotaxi 發展迅速，儲能需求保持強勁
- 台積電 (TSM)：上調 25 財年收入同比增長至 30%，未來 5 年 AI 收入 CAGR 超 45%

建議關注

- 金融：C、JPM
- 醫療保健：ABBV、UNH
- 能源：OXY
- 汽車：GM
- 家電：WHR
- 地產板塊：Toll Brothers (TOL)、Lennar (LEN)、D.R. Horton (DHI)、Topbuild Corp. (BLD)
- 工業板塊：Jabil (JBL)
- 原材料：美國鋼鐵巨頭 NUCOR (NUE)、NME
- 消費：CROX、SBUX、RL

我們覆蓋的上市公司及評價

- 買入：應用光電 (AAOI)、蘋果 (AAPL)、Amer Sports (AS)、超微半導體 (AMD)、亞馬遜 (AMZN)、博通 (AVGO)、波音 (BA)、卡梅科 (CCJ)、Coinbase (COIN)、Circle Internet Group (CRCL)、穀歌 (GOOGL\GOOG)、Hims & Hers Health (HIMS)、Robinhood Markets (HOOD)、直覺外科 (ISRG)、禮來 (LLY)、露露樂檬 (LULU)、Meta Platforms (META)、微軟 (MSFT)、奈飛 (NFLX)、英偉達 (NVDA)、冬海集團 (SE)、特斯拉 (TSLA)、台積電 (TSM)
- 買入：亞朵集團 (ATAT)、阿裡巴巴 (BABA)、嚶哩嚶哩 (BILI)、滴滴出行 (DIDIY)、新東方 (EDU)、富途控股 (FUTU)、高途 (GOTU)、京東 (JD)、傳奇生物 (LEGN)、瑞幸咖啡

(LKNCY)、網易 (NTES)、好未來 (TAL)、拼多多 (PDD)

- 持有：開市客 (COST)、菲力浦莫里斯國際 (PM)、攜程集團 (TCOM)
- 賣出：Centrus Energy (LEU)、OKLO (OKLO)

圖表 1：2025 年首選股表現

排名	股票	代碼	现价 (美元)	變幅	目標價 (美元)
1	超威半導體	AMD US Equity	207.58	63.6%	300.00
2	台积电	TSM US Equity	287.74	45.1%	360.00
3	英偉達	NVDA US Equity	176.29	31.4%	240.00
4	波音	BA US Equity	205.50	21.1%	240.00
5	蘋果	AAPL US Equity	274.11	11.0%	330.00
6	特斯拉	TSLA US Equity	475.31	9.0%	520.00
7	Meta	META US Equity	647.51	4.8%	800.00
8	奈飛	NFLX US Equity	93.77	2.0%	1319.00
9	亞馬遜	AMZN US Equity	222.54	-2.2%	303.50
10	賽富時	CRM US Equity	254.17	-27.7%	450.00
		平均		15.8%	跑贏幅度
		標普500指數	6816.51	12.6%	3.2%

注：现价=2025年12月15日收盤價

變幅=2025年12月15日與2024年12月13日收盤價差

詳情請查閱第一上海研究報告

資料來源： 彭博，第一上海整理

蘋果 (AAPL, 買入)

iPhone17 銷量創新高，服務業務增速依舊強勁

- 財務摘要：** 本季度公司總收入為 1024.7 億美元，同比增長 7.9%，高於彭博一致預期的 1017 億美元。產品收入為 737.2 億美元，同比增長 5.4%；服務收入為 287.5 億美元，同比增長 15.1%。毛利為 483.4 億美元，毛利率為 47.2%，高於彭博一致預期的 46.6%；其中產品毛利率為 36.2%，服務毛利率為 75.3%。淨利潤為 274.7 億美元，同比增長 86.4%，攤薄每股盈利為 1.85 美元，高於彭博一致預期的 1.77 美元；不包括在 2024 年第四季度確認的一次性費用，經調整後淨利潤同比增長 13%。公司預計 FY26Q1 的整體收入增速為 10%-12%。
- iPhone17 有效刺激用戶換機需求：** 本季度蘋果推出 iPhone17 系列，定價不變。記憶體從標準版/Pro 版的 6GB/8GB 升級到了 8GB/12GB，同時標準版配備了高刷新率 ProMotion 螢幕。得益於蘋果的供應鏈採購協定及較高 ASP，存儲價格上漲對公司影響較小。標準版 iPhone 升級較多，與 iPhone 16e 一同吸引了原本可能會選擇打折的舊款及二手 iPhone 的消費者。高階 iPhone 電池容量提升約 400mAh，續航實現較大升級，有效刺激用戶換機需求。我們認為 iPhone 在產品週期大年疊加換機週期刺激下銷量有望接近 2.5 億台。同時，公司較低的庫存水準也預示著新一代 iPhone 的銷量較為理想。
- 服務業務增速強勁：** 本季度，服務收入為 287.5 億美元，同比增長 15.1%，收入占比為 28.1%。廣告、App Store、雲服務、音樂、支付服務和視頻等業務均創下歷史新高。公司各項服務的客戶參與度持續增長，交易帳戶和付費帳戶數量均創歷史新高。
- 目標價 330.00 美元，買入評級：** 我們採用 DCF 模型對公司進行估值，預計公司永續增長率為 3%，WACC 為 8%。我們認為 iPhone 將在接下來三年內迎來較強的產品週期，使用者換機需求將被有效刺激帶動銷量超預期，關稅的影響可控我們預測公司未來三年收入 CAGR 為 7.0%，對應 EPS CAGR 為 10.9%。將公司目標股價上調至 330.00 美元，較當前股價有 15.31% 的上漲空間，買入評級。

盈利摘要

截至9月28日止財政年度	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
總營業收入 (美元百萬元)	391,035	416,161	450,022	479,702	509,238
變動	2.02%	6.43%	8.14%	6.60%	6.16%
淨利潤	93,736	112,010	122,143	132,815	142,658
攤薄每股盈利 (美元)	6.1	7.5	8.4	9.3	10.2
變動	-0.84%	22.65%	11.76%	11.19%	9.83%
基于330美元的市盈率 (估)	54.0	44.0	39.4	35.4	32.3
每股派息 (美元)	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
股息現價比	0.35%	0.36%	0.37%	0.39%	0.40%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

損益表

单位：百万美元, 财务年度：9月28日

	2024财年 实际	2025财年 实际	2026财年 预测	2027财年 预测	2028财年 预测
主营业务收入	391,035	416,161	450,022	479,702	509,238
- 主营业务收入成本	210,352	220,960	236,261	249,445	263,276
毛利	180,683	195,201	213,760	230,257	245,962
营业开支	57,467	62,151	68,178	71,955	76,131
销售总务及管理开支	26,097	27,601	29,926	31,421	33,355
研究和开发开支	31,370	34,550	38,252	40,535	42,776
营业利润	123,216	133,050	145,582	158,302	169,831
- 利息支出	269	-321	0	0	0
- 营业外亏损净额	0	0	0	0	0
税前利润	123,485	132,729	145,582	158,302	169,831
- 所得税支出	29,749	20,719	23,439	25,487	27,173
非常项目前收入	93,736	112,010	122,143	132,815	142,658
净利润	93,736	112,010	122,143	132,815	142,658
普通股股东所得净利润	93,736	112,010	122,143	132,815	142,658
折旧与摊销	73,448	76,014	83,961	92,213	100,775
EBITDA	134,661	144,748	153,529	166,554	178,393
主营业务增长 (%)	2.0%	6.4%	8.1%	6.6%	6.2%
EBITDA 增长率 (%)	6.6%	7.0%	5.7%	7.8%	6.6%

财务能力分析

	2024财年 实际	2025财年 实际	2026财年 预测	2027财年 预测	2028财年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	46.2%	46.9%	47.5%	48.0%	48.3%
EBITDA 利率 (%)	34.4%	34.8%	34.1%	34.7%	35.0%
净利率 (%)	24.0%	26.9%	27.1%	27.7%	28.0%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	-6.7%	-6.6%	-6.7%	-6.6%	-6.6%
研发费用/收入 (%)	-8.0%	-8.3%	-8.5%	-8.5%	-8.4%
实际税率 (%)	24.1%	15.6%	16.1%	16.1%	16.0%
股息支付率 (%)	16.3%	13.8%	12.8%	11.9%	11.3%
库存周转	11.8	10.7	10.0	10.5	9.9
应收账款天数	29.4	32.1	33.0	31.9	30.3
应付账款天数	114.2	114.7	108.0	104.0	105.9
财务状况					
总负债/总资产	84.4%	79.5%	73.5%	66.7%	60.3%
经营性现金流/收入	31.5%	32.0%	32.4%	33.0%	33.4%
ROE	164.6%	151.9%	118.5%	92.4%	73.1%
ROA	25.7%	31.2%	31.4%	30.8%	29.0%

资产负债表

	2024财年 实际	2025财年 实际	2026财年 预测	2027财年 预测	2028财年 预测
+ 现金与现金等同	29,943	35,934	56,915	94,080	148,528
+ 短期投资	35,228	18,763	18,763	18,763	18,763
+ 应收账款与票据	33,410	39,777	41,597	42,253	42,295
+ 库存	7,286	5,718	7,228	7,124	7,158
+ 其他流动资产	47,120	47,765	47,765	47,765	47,765
总计流动资产	152,987	147,957	172,267	209,984	264,509
+ 长期投资与应收	91,479	77,723	77,723	77,723	77,723
+ 总固定资产	119,128	125,848	138,944	152,434	166,328
- 累计折旧	73,448	76,014	83,961	92,213	100,775
+ 净固定资产	45,680	49,834	54,984	60,221	65,553
+ 其他长期资产	74,834	83,727	83,727	83,727	83,727
总计长期资产	211,993	211,284	216,434	221,671	227,003
总资产	364,980	359,241	388,701	431,655	491,512
+ 应付账款	68,960	69,860	69,955	72,195	80,599
+ 短期借款	20,879	20,329	20,329	20,329	20,329
+ 其他短期负债	86,553	75,442	75,442	75,442	75,442
总计流动负债	176,392	165,631	165,726	167,966	176,370
+ 长期借款	85,750	78,328	78,328	78,328	78,328
+ 其他长期负债	45,888	41,549	41,549	41,549	41,549
总长期负债	131,638	119,877	119,877	119,877	119,877
总负债	308,030	285,508	285,603	287,843	296,247
总股东权益	56,950	73,733	103,098	143,812	195,264

现金流量表

	2024财年 实际	2025财年 实际	2026财年 预测	2027财年 预测	2028财年 预测
+ 净利润	93,736	112,010	122,143	132,815	142,658
+ 折旧、摊销	11,445	11,698	7,947	8,252	8,562
+ 其他非现金调整	0	0	0	0	0
+ 非现金资本变动	1,492	-3,899	-3,235	1,688	8,328
经营活动现金流量	106,673	119,809	126,855	142,755	159,548
+ 固定资产清理	0	0	0	0	0
+ 资本支出	-9,447	-12,715	-13,096	-13,489	-13,894
+ 投资增加	0	0	0	0	0
+ 投资减少	0	0	0	0	0
+ 其他投资活动	0	0	0	0	0
投资活动现金	2,935	15,195	-13,096	-13,489	-13,894
+ 已付股利	-15,234	-15,421	-15,629	-15,842	-16,053
+ 短期拆借变动	0	0	0	0	0
+ 长期借款增加	0	4,481	0	0	0
+ 长期借款减少	-9,958	-10,932	0	0	0
+ 股本增加	0	0	0	0	0
+ 股本减少	-94,949	-90,711	-91,618	-92,534	-93,460
+ 其他融资活动	-5,441	-5,960	0	0	0
融资所得现金	-121,983	-120,686	-107,247	-108,376	-109,513
现金净增减	-794	5,991	20,981	37,165	54,448
现金剩余	29,943	35,934	56,915	94,080	148,528

资料来源：公司资料，第一上海预测

超微半導體 (AMD, 買入)

與 OpenAI 簽訂 6GW 協定，明年推出首款資料中心機架型產品

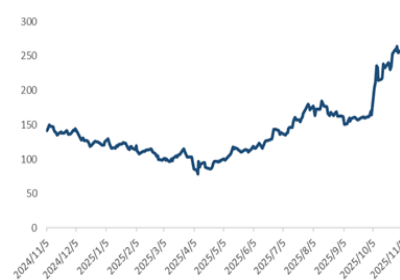
- **業績摘要：**2025Q3 公司營收 92.5 億美元，同比增加 35.6%，略高於彭博一致預期 87.4 億美元。毛利率為 51.7%，同比增長 1.6 個百分點；經營利潤 12.7 億美元，同比增長 75.4%，營業利潤率 13.7%；GAAP 淨利潤 12.4 億美元，Non-GAAP 淨利潤 19.7 億美元，同比增長 30.7%。Non-GAAP 攤薄 EPS 達 1.2 美元，略高於彭博一致預期的 1.17 美元。25Q4 收入指引中值 96 億美元（不含 MI308 收入），同比增加 24.7%，基本符合彭博一致預期，毛利率指引 52.0%，同比增長 1.3 個百分點。
- **AI GPU 產品獲更多客戶下單，全年 AI GPU 銷售額調整至 70 億美元：**本季度資料中心營收同比增長 22.3% 達 43.4 億美元。新一代 EPYC 處理器量價齊升，客戶包括微軟、谷歌及阿裡巴巴。本季度新增 OpenAI、甲骨文、IBM 等廠商以及美國能源部和阿聯酋等主權 AI 訂單。明年將推出首款機架型產品 Helios，搭載 MI400 晶片。公司和 OpenAI 的合作將從 26H2 推出 MI450 晶片開始，未來有望產生超 1000 億美元的收入，我們認為合作有望提升公司軟體對資料中心的適配程度，對未來公司在 AI GPU 市場份額的增長有積極作用。預計 2025/2026 財年公司 AI GPU 銷售額有望同比增長 40.7%/113.2% 達 70/151 億美元。
- **用戶端產品市場份額持續增長，Ryzen 系列管道及終端銷量均破紀錄：**本季度用戶端業務收入同比增長 46.2% 達 27.5 億美元。截止 2025Q2，公司桌上型電腦/筆記本營收市占率分別為 39.3%/21.5%，環比 +4.9/-0.7 個百分點。Ryzen 9000 系列需求旺盛，管道及終端銷量均破紀錄，展望 2025 全年，預計公司用戶端營收有望同比增長 43.4% 達 101 億美元。
- **遊戲收入超預期，Q4 嵌入式業務收入有望回暖：**Q3 遊戲業務同比增長 181.0% 達 13.0 億美元，主要系和索尼、Xbox 合作後 Radeon 9000 系列遊戲顯卡產品需求強勁。嵌入式業務營收同比下滑 7.6% 達 8.6 億美元，但四季度受益於終端市場需求改善，收入有望實現環比兩位數增長。
- **目標價 300.00 美元，買入評級：**在今明兩年雲廠商 AI 資本開支仍在上調的背景下，公司下一代資料中心產品未來兩年訂單有望獲得強勁增長。公司與 OpenAI 簽訂的 6GW 協定將從 26H2 開始逐步兌現，明年將提供全新的機架型解決方案。用戶端產品持續提升份額，遊戲及嵌入式業務回暖。預計 2025-2027 年公司收入 CAGR 為 52.4%，Non-GAAP 淨利潤 CAGR 為 75.2%。採用 DCF 估值法，得到目標價 300.00 美元，對應 2026 年 PE 為 42.6 倍，對比當前股價有 17.04% 的上升空間，買入評級。
- **風險因素：**AI 算力晶片及伺服器處理器訂單量不及預期；PC 產品訂單量不及預期；技術落地不及預期。

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
總營業收入 (百萬美元)	22,680	25,785	34,146	44,389	59,862
變動	-3.9%	13.7%	32.4%	30.0%	34.9%
Non-GAAP 淨利潤 (百萬美元)	4,302	5,442	7,362	11,324	16,701
Non-GAAP 每股盈利 (美元)	2.7	3.3	4.6	7.0	10.4
變動	-23.3%	23.6%	37.7%	53.8%	47.4%
基于256.33美元的市盈率 (估)	95.3	77.1	56.0	36.4	24.7
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息現價比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

損益表

单位：百万美元，财务年度截至12月31日

	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测
主营业务收入	22,680	25,785	34,146	44,389	59,862
- 主营业务收入成本	12,220	13,060	16,390	20,952	26,938
毛利	12,725	17,756	23,437	32,924	0
营业开支	10,059	10,825	12,805	14,426	19,096
销售总务及管理开支	4,187	4,369	5,019	5,549	7,363
研究和开发开支	5,872	6,456	7,785	8,878	11,733
营业利润	401	1,900	4,951	9,011	13,828
- 利息支出	106	92	0	0	0
- 营业外亏损净额	-197	-181	0	0	0
税前利润	492	1,989	4,917	8,922	13,648
- 所得税支出	-346	381	787	1,383	1,638
- 关联公司及其他亏损	-16	-33	0	0	0
净利润	854	1,641	4,130	7,539	12,011
普通股股东所得净利润	854	1,641	4,130	7,539	12,011
折旧与摊销	3,453	3,064	545	656	806
EBITDA	5,496	6,824	5,496	9,667	14,634
主营业务增长 (%)	-3.9%	13.7%	32.4%	30.0%	34.9%
EBITDA 增长率 (%)	-26.8%	19.5%	-24.2%	43.1%	33.9%

资产负债表

	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测
+ 现金与现金等同	3,933	3,787	8,782	15,846	26,056
+ 短期投资	1,840	1,345	1,345	1,345	1,345
+ 应收账款与票据	5,376	6,192	6,707	8,089	11,532
+ 库存	4,351	5,734	6,741	10,254	12,494
+ 其他流动资产	1,268	1,991	1,991	1,991	1,991
总计流动资产	16,768	19,049	25,566	37,525	53,418
+ 财产、厂房及设备	1,589	1,802	2,110	2,564	3,255
+ 经营租赁	633	623	623	623	623
+ 长期投资与应收	0	0	0	0	0
+ 其他长期资产	48,895	47,752	47,752	47,752	47,752
总计非流动资产	51,117	50,177	50,485	50,939	51,630
总资产	67,885	69,226	76,051	88,464	105,048
+ 应付账款	5,137	6,250	7,408	10,284	12,164
+ 短期债务	751	0	0	0	0
+ 其他短期负债	363	476	476	476	476
总计流动负债	6,689	7,281	8,439	11,315	13,195
+ 长期借款	2,252	2,212	2,212	2,212	2,212
+ 其他长期负债	3,052	2,165	2,165	2,165	2,165
总计非流动负债	5,304	4,377	4,377	4,377	4,377
总负债	11,993	11,658	12,816	15,692	17,572
总股东权益	55,892	57,568	63,235	72,772	87,476

资料来源：公司资料，第一上海预测

财务能力分析

	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	46.1%	49.4%	52.0%	52.8%	55.0%
EBITDA 利润率 (%)	24.2%	26.5%	16.1%	21.8%	24.4%
净利润率 (%)	3.8%	6.4%	12.1%	17.0%	20.1%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	10.4%	10.8%	11.2%	9.6%	9.8%
研发费用/收入 (%)	25.9%	25.0%	22.8%	20.0%	19.6%
实际税率 (%)	-70.3%	19.2%	16.0%	15.5%	12.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转天数	119.6	139.0	137.0	146.0	152.0
应收账款天数	75.4	80.8	68.0	60.0	59.0
应付账款天数	157.7	156.9	150.0	152.0	150.0
财务状况					
资产负债率	17.7%	16.8%	16.9%	17.7%	16.7%
ROA	1.3%	2.4%	5.4%	8.5%	11.4%
ROE	1.5%	2.9%	6.5%	10.4%	13.7%
经营性现金流/收入	7.4%	11.8%	17.1%	18.4%	19.6%

现金流量表

	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测
+ 净利润	854	1,641	4,130	7,539	12,011
+ 折旧、摊销	3,453	3,064	545	656	806
+ 其他非现金调整	-975	-973	0	0	0
+ 非现金经营资本变动	-3,049	-2,098	-364	-2,018	-3,804
经营活动现金流量	1,667	3,041	5,848	8,174	11,706
+ 固定资产变动	-546	-636	-854	-1,110	-1,497
+ 长期净投资变动	300	616	0	0	0
+ 收购与剥离净现金	-131	-548	0	0	0
+ 其他投资活动	-11	-456	0	0	0
投资活动现金	-1,423	-1,101	-854	-1,110	-1,497
+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 债务(偿付)所得现金	0	-750	0	0	0
+ 股本增加	268	279	0	0	0
+ 股本减少	-427	-728	0	0	0
+ 其他融资活动	-2	-1	0	0	0
融资所得现金	-1,146	-2,062	0	0	0
现金净增减	-902	-122	4,995	7,065	10,209
现金剩余	3,933	3,811	8,805	15,870	26,080

亞馬遜 (AMZN, 買入)

AI 驅動雲計算和電商業務雙引擎

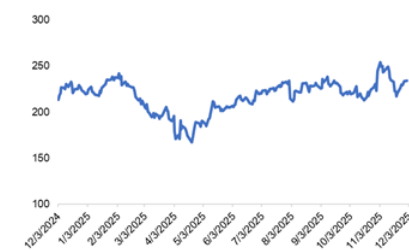
- 雲收入再加速，更加注重晶片與產能擴張：** AWS 作為公司的核心利潤與增長引擎，儘管上半年 AWS 面臨供給不足導致收入放緩，但產能瓶頸已在 Q3 得到了緩解，季度收入同比增長 20% 至 330 億美元，積壓訂單增至 2000 億美元。Trainium2 季度收入環比增加 150%，達到數十億美元，並且全部產能已投入使用。與 Anthropic 合作的雷尼爾計畫已部分竣工，目前採用 50 萬顆 Trainium2（預計年底翻倍至 100 萬顆），將為 Anthropic 提供訓練上一代模型所需 5 倍的算力，減少對其他晶片的依賴。在 2025 年 AWS 大會上，公司宣佈 Trainium3 已開始出貨，Trainium4 將支持英偉達的 NVLink Fusion，相容性提升。在硬體層面，公司注重自研晶片的靈活度與經濟性，通過 Trainium 系列晶片以及與英偉達相容，為客戶提供了性能、靈活性和性價比的組合。CEO 安迪·賈西表示，當前 AWS 的容量較 2022 年已經翻倍，並計畫在 2027 年再次翻倍。預計 2025 年現金資本支出約為 1250 億美元，並將在 2026 年繼續追加。
- AI 賦能購物體驗，物流網路持續升級：** 電商業務通過 AI 助手與物流網路的升級，不斷提升運營效率，並鞏固在零售市場的核心競爭力。2025 年已有 2.5 億客戶使用了 AI 購物助手 Rufus，使消費者完成購買的可能性提高了 60%。美國“黑色星期五”線上消費額達到 118 億美元新高，同比增長 9.1%。此外，亞馬遜將購物功能與 Prime Video 直播賽事結合，在“黑五”期間 Prime Video 廣告收入同比增長了 40%。物流是亞馬遜的核心競爭力，通過區域化佈局，有望在 2025 年實現史上最快的 Prime 配送速度，並將生鮮雜貨當日達服務擴展至超 1000 個城市。由 AI 驅動的轉化率提升，疊加區域化物流網路的協同效應，將持續鞏固亞馬遜的市場競爭地位。
- 目標價 303.50 美元，買入評級：** 預計 2025-2027 年收入為 7106、7971、8882 億美元，經營利潤為 811、1037、1298 億美元，每股盈利為 7.20、7.95、9.84 美元。採用分部估值法，求得目標價 303.50 美元，對應現價 30% 的上漲空間，買入評級。
- 風險因素：** 1) 全球宏觀經濟狀況和消費者支出的變化；2) AWS 產能擴張的執行風險，任何重大延遲可能導致 AI 負載流向競爭對手；3) 其他電商 agent 的顛覆式創新，當前 OpenAI 與 Shopify 等合作開展電商業務，短期可能影響亞馬遜的流量入口，儘管亞馬遜擁有物流的護城河，但未來可能將持續面臨新老玩家的挑戰。

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	23财年历史	24财年历史	25财年预测	26财年预测	27财年预测
总营业收入 (美元, 百万)	574,785	637,959	710,619	797,133	888,227
	变动 12%	11%	11%	12%	11%
经营利润	36,852	68,593	81,108	103,737	129,803
	变动 201%	86%	18%	28%	25%
	经营利润率 6.4%	10.8%	11.4%	13.0%	14.6%
每股盈利 (美元)	2.90	5.53	7.20	7.95	9.84
	变动 1186%	91%	30%	10%	24%
基于233美元的市盈率 (估)	80	42	32	29	24

資料來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



資料來源：彭博

主要財務報表

損益表						財務能力分析				
單位: 百万美金, 财务年度: 12月31日						2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	历史	历史	预测	预测	预测
主营业务收入	574,785	637,959	710,619	797,133	888,227	盈利能力				
- 主营业务收入成本	304,739	326,288	352,791	387,770	423,201	毛利率 (%)	47.0%	48.9%	50.4%	51.4%
毛利	270,046	311,671	357,828	409,363	465,026	经营利润率 (%)	6.4%	10.8%	11.4%	13.0%
营业开支						净利率 (%)	5.3%	9.3%	11.0%	11.0%
- 履约费用	(90,619)	(98,505)	(109,724)	(121,488)	(133,595)	营运表现				
- 行政管理费用	(11,816)	(11,359)	(11,370)	(12,754)	(14,212)	行政管理费用/收入 (%)	2.1%	1.8%	1.6%	1.6%
- 研发费用	(85,622)	(88,544)	(106,593)	(116,381)	(126,128)	- 研发费用/收入 (%)	14.9%	13.9%	15.0%	14.6%
- 市场营销费用	(44,370)	(43,907)	(46,901)	(52,611)	(58,623)	市场营销费用/收入 (%)	7.7%	6.9%	6.6%	6.6%
- 其他费用	(767)	(763)	(2,132)	(2,391)	(2,665)	实际税率 (%)	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业利润	36,852	68,593	81,108	103,737	129,803	库存周转天数	27	28	29	28
- 利息收入	2,949	4,677	4,677	0	0	应付账款天数	98	97	92	92
- 利息支出	(3,182)	(2,406)	(3,501)	(4,118)	(4,961)	财务状况				
- 其他收入	938	(2,250)	5,000	(2,250)	(2,250)	总负债/总资产	61.8%	54.2%	45.8%	41.3%
税前利润	37,557	68,614	87,284	97,369	122,592	收入/净资产	284.7%	223.1%	184.4%	160.8%
- 所得税支出	(7,120)	(9,265)	(8,803)	(9,874)	(11,003)	经营性现金流/收入	14.8%	18.2%	19.5%	23.6%
净利润	30,425	59,248	78,481	87,495	111,589	税前盈利对利息倍数	161.2	-30.2	-74.2	23.6
Non-GAAP净利润	54,448	81,259	99,329	110,362	136,492					
折旧与摊销	48,663	52,795	50,533	65,420	101,548					
主营业务增长 (%)	12%	11%	11%	12%	11%					
净利润增长 (%)	1218%	95%	32%	11%	28%					
资产负债表						现金流量表				
	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
+ 现金与现金等同	73,387	78,779	88,865	128,693	197,950	+ 净利润	30,425	59,248	78,481	87,495
+ 短期投资	13,393	22,423	22,423	22,423	22,423	+ 折旧、摊销	48,663	52,795	50,533	65,420
+ 库存	33,318	34,214	33,318	40,910	40,100	+ 其他调整	17,399	19,375	20,848	22,867
+ 其他流动资产	52,253	55,451	57,346	65,290	66,299	+ 非现金运营资本变动	(16,119)	(19,548)	(11,096)	12,272
总计流动资产	172,351	190,867	201,952	257,316	326,773	经营活动现金流量	84,946	115,877	138,766	188,054
+ 经营性租赁	72,513	76,141	76,141	76,141	76,141	+ 固定资产	(48,133)	(77,658)	(124,967)	(144,514)
+ 净固定资产	204,177	252,665	327,099	406,193	459,648	+ 收购	(5,839)	(7,082)	0	0
+ 商誉	22,789	23,074	23,074	23,074	23,074	+ 短期证券	4,139	(9,602)	0	0
+ 其他长期资产	56,024	82,147	82,147	82,147	82,147	投资活动现金	(49,833)	(94,342)	(124,967)	(144,514)
总计长期资产	355,503	434,027	508,461	587,555	641,010	+ 股份回购	0	0	0	0
总资产	527,854	624,894	710,413	844,872	967,783	+ 长期债务和其他债务的	18,129	5,142	0	0
+ 应付账款	84,981	94,363	84,265	112,074	102,205	+ 偿还长期债务和其他债	(29,353)	(14,242)	(1,000)	(1,000)
+ 短期递延收入	15,227	18,103	18,103	18,103	18,103	+ 其他融资活动	(4,655)	(2,712)	(2,712)	(2,712)
+ 其他短期负债	64,709	66,965	66,965	66,965	66,965	融资所得现金	(15,879)	(11,812)	(3,712)	(3,712)
总计流动负债	164,917	179,431	169,333	197,142	187,273	现金净增减	19,637	8,422	10,086	39,828
+ 长期借款	58,314	52,623	51,623	50,623	49,623	现金剩余	73,890	82,312	88,865	128,693
+ 其他长期负债	102,748	106,870	104,158	101,446	98,734					
总长期负债	161,062	159,493	155,781	152,069	148,357					
总负债	325,979	338,924	325,114	349,211	335,630					
总股东权益	201,875	285,970	385,299	495,661	632,153					

資料來源: 公司資料, 第一上海預測

波音 (BA, 買入)

交付提升推動公司現金流復蘇，737 及 787 產量將提升

- 財務摘要：**2025Q3 公司實現收入 232.7 億美元，同比增長 30%，高於彭博一致預期的 219 億美元。本季度公司毛利為-23.8 億美元，經營虧損為 47.8 億美元，不及彭博一致預期的 10.8 億美元，經營利潤率為-20.5%。公司 GAAP 淨虧損為 53.4 億美元，約合每股虧損 7.14 美元，其中 777X 項目的費用帶來每股虧損 6.45 美元；不及彭博一致預期的每股虧損 2.31 美元，去年同期為每股虧損 9.97 美元。Non-GAAP 核心經營利潤率為-21.7%。Non-GAAP 核心每股虧損為 7.47 美元，不及彭博一致預期的每股虧損 2.56 美元。季度經營現金流為 11.2 億美元，自由現金流為 2.4 億美元，為 2023 年 Q4 以來首次轉正。
- 737MAX 及 787 產量將提升：**本季度 BCA 收入為 110.9 億美元，同比增長 49.1%。BCA 經營虧損 53.5 億美元，經營利潤率-48.3%，去年同期經營虧損為 40.2 億美元。經營虧損主要由於 777X 延遲交付所產生的 49 億美元費用。截至今年 8 月，波音交付的商用飛機數量已超過上一年的全年總量。737 MAX 的產量預計將在 2025 年 10 月提升至每月 42 架。公司預計 2026 年資本支出將增加以提升南卡工廠的產能以支持 12-14 架的 787 月生產速率。
- 777X 的交付節奏成為公司現金流復蘇關鍵點：**波音新任 CFO Jesus Malave 指出，雖然 2026 年將面臨 777X 延期帶來的現金流壓力以及更高的資本支出，但公司預計 777X 項目將在 2028 年左右實現現金流盈虧平衡。此外，公司正推進 Jeppesen 的資產剝離及 Spirit AeroSystems 的並購整合，通過資產負債表管理和文化變革來確保持續復蘇。
- 目標價 240 美元，買入評級：**我們評估了 2025-2027 財年公司生產及交付的情況，使用 DCF 模型對波音公司進行估值。取 WACC 為 8.5%，永續增長率為 2%，求得合理股價應為 240.00 美元，比當前股價高出 16.79%。維持買入評級。
- 風險提示：**墜機事件導致消費者信心重建緩慢、空客 A320Neo 及 A350 等競品導致 737 MAX 及 777 客機的市占率下降、中美關係風險

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	23年实际	24年实际	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入(百万美元)	77,794	66,517	88,078	97,241	108,543
变动	16.79%	-14.50%	32.41%	10.40%	11.62%
运营利润	-773	-10,707	-4,448	4,376	8,032
变动	78.21%	1285.12%	58.46%	198.38%	83.56%
归属股东净利润	-2,222	-11,817	-6,510	2,531	5,924
每股盈利(美元)	-3.67	-18.26	-8.97	3.47	8.10
变动	55.76%	397.80%	50.86%	138.64%	133.78%
基于205.5美元的市盈率(估)	N/A	N/A	N/A	59.3	25.4
每股派息(美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

資料來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



資料來源：彭博

主要財務報表

損益表					
單位：百萬美元，財務年度：12月31日					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	實際	實際	預測	預測	預測
主營業務收入	77,794	68,517	68,078	97,241	108,543
- 主營業務收入成本	70,070	68,508	63,233	83,827	91,176
毛利	7,724	-1,991	4,844	13,614	17,367
營業開支	8,497	8,716	9,292	9,238	9,335
- 薪酬和行政管理費用	5,168	5,021	5,725	5,640	5,644
- 研究和開發開支	3,327	3,812	3,655	3,698	3,799
- 其他營業支出	-48	-117	-88	-97	-109
營業利潤	-773	-10,707	-4,448	4,376	8,032
- 利息支出	-2,459	-2,725	-2,800	-2,600	-2,300
- 營業外淨損	1,227	1,222	1,220	1,100	1,000
稅前利潤	-2,005	-12,210	-6,028	2,876	6,732
- 所得稅支出	237	-381	482	345	808
淨利潤	-2,222	-11,817	-6,510	2,531	5,924
主營業務增長 (%)	16.79%	-14.80%	32.41%	10.40%	11.62%
EBITDA	1,088	-8,871	-2,525	6,433	10,229
EBITDA 增長率 (%)	-169.39%	-915.35%	-71.54%	-354.77%	59.01%
主營業務增進 (%)					

資產負債表					
單位：百萬美元					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	實際	實際	預測	預測	預測
+ 現金與現金等同	15,965	26,262	22,820	16,849	20,119
+ 應收賬款與票據	2,748	2,838	3,425	3,490	4,229
+ 庫存	79,741	87,550	84,003	83,715	83,442
+ 未入賬收益	8,317	8,363	8,363	8,363	8,363
總計流動資產	109,275	127,998	121,577	115,382	119,117
+ 財產、廠房及設備，淨	10,661	11,412	11,889	12,332	12,735
+ 長期投資與應收賬款	1,895	1,313	1,313	1,313	1,313
+ 其他長期資產	15,181	15,640	15,903	15,374	15,254
總計長期資產	27,737	28,365	28,705	29,019	29,301
總資產	137,012	156,363	150,282	144,401	148,419
+ 應付賬款	34,295	35,467	36,669	35,808	36,130
+ 短期債務	5,204	1,278	1,278	1,278	1,278
+ 其他短期債務	56,328	60,333	60,333	60,333	60,333
總計流動負債	95,827	97,078	98,280	97,419	99,741
+ 長期借款	47,103	52,596	51,386	43,386	38,686
+ 其他長期負債	11,310	10,613	10,613	10,613	10,613
總長期負債	58,413	63,199	61,999	53,999	49,299
總負債	154,240	160,277	160,279	151,418	149,040
總股東權益	-17,228	-3,914	-9,997	-7,017	-622

資料來源：公司資料，第一上海預測

財務能力分析					
單位：百萬美元					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	實際	實際	預測	預測	預測
盈利能力					
毛利率 (%)	9.9%	-3.0%	5.5%	14.0%	16.0%
EBITDA 利率 (%)	1.4%	-13.3%	-2.9%	6.6%	9.4%
淨利率 (%)	-2.9%	-17.8%	-7.4%	2.6%	5.5%
營運表現					
行政管理與銷售費用/收入 (%)	6.6%	7.5%	6.5%	5.8%	5.2%
研究和開發費用/收入 (%)	4.3%	5.7%	4.2%	3.8%	3.5%
實際稅率 (%)	-11.8%	3.1%	-8.0%	12.0%	12.0%
應收賬款天數	13	15	13	13	13
應付賬款天數	170	163	166	166	146
庫存周轉天數	406	440	371	361	330
財務狀況					
總負債/總資產	112.6%	102.5%	106.7%	104.9%	100.4%
收入/淨資產	56.8%	42.5%	58.6%	67.3%	73.1%
營運性現金流/收入	7.7%	-18.2%	0.0%	4.5%	9.6%

現金流負債表					
單位：百萬美元					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	實際	實際	預測	預測	預測
+ 淨利潤	-2,242	-11,829	-6,510	2,531	5,924
+ 折舊、攤銷	1,861	1,836	1,923	2,057	2,197
+ 非現金項目	2,252	6,661	427	449	471
+ 非現金營運資本變動	4,089	-8,768	4,161	-637	1,857
+ 終止營運所得淨現金	0	0	0	0	0
營運活動現金流量	5,960	-12,080	1	4,400	10,449
+ 固定及無形資產變動	-1,570	-2,231	-2,263	-2,371	-2,479
+ 長期投資淨變動	-18,448	-13,856	0	0	0
+ 收購與剥离淨現金	0	0	0	0	0
+ 其他投資活動	15,739	4,743	0	0	0
+ 溢利	0	0	0	0	0
+ 其他	-158	-68	0	0	0
投資活動現金	-2,437	-11,973	-2,263	-2,371	-2,479
+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 借款	75	10,161	0	0	0
+ 債務(偿付)所得現金	-5,216	-8,673	-1,200	-8,000	-4,700
+ 股權(回購)現金	45	23,887	0	0	0
+ 其他融資活動	-408	-63	0	0	0
+ 終止營運所得淨現金	0	0	0	0	0
融資所得現金	-5,487	25,209	-1,200	-8,000	-4,700
現金淨增減	-1,934	1,109	-3,462	-5,971	3,270

Circle Internet Group, Inc (CRCL, 買入)

Circle 如何架起傳統金融與數字資產的橋樑？

➤ 合規穩定幣龍頭向綜合平臺轉型：

Circle 作為全球領先的合規穩定幣發行商及區塊鏈金融基礎設施構建者，正處於從單一產品提供商向綜合平臺服務商轉型的關鍵階段。公司核心商業模式清晰，通過發行美元穩定幣 USDC 獲取儲備利息收入，並積極拓展平臺服務實現收入多元化。在當前數位資產與傳統金融加速融合的背景下，公司憑藉其顯著的合規優勢、強大的生態合作夥伴網路以及前瞻性的技術佈局，已建立起堅實的競爭壁壘。

➤ 短中長期投資價值邏輯清晰：

從投資邏輯來看，公司的價值主張呈現清晰的三個層次。短期而言，投資看點集中於 USDC 流通量的持續增長及其在主要交易平臺份額的穩步提升，這將直接驅動儲備利息收入的增長。與此同時，美聯儲利率政策雖存在不確定性，但當前相對較高的利率環境仍在短期內為公司提供了可觀的利差收益。中期視角下，投資者應重點關注平臺服務的規模化進展，特別是 Circle 支付網路（CPN）的機構採用率、跨鏈傳輸協定（CCTP）的交易量貢獻以及 Arc 區塊鏈測試網的進展。這些指標的積極表現將驗證公司收入多元化的能力，並可能帶來估值邏輯的重構。長期投資價值則取決於公司能否成功實現其全球金融結算層的願景，這包括在現實世界資產（RWA）代幣化領域的深度佈局以及構建完整的區塊鏈金融生態系統。

➤ 首次覆蓋給予“買入”評級，目標價 125.00 美元：

我們認為市場目前對 Circle 的估值存在雙重低估。首先，市場過度關注短期利率波動對儲備收入的影響，而低估了公司平臺業務帶來的收入多元化和估值重構潛力。其次，市場尚未充分定價 Circle 在合規穩定幣領域的龍頭地位所帶來的網路效應，這種效應將隨著 USDC 在跨境支付、DeFi 和傳統金融場景中的加速滲透而日益凸顯。從投資時間維度來看，Circle 為投資者提供了清晰的催化路徑。短期而言，公司平臺業務收入的加速增長和 USDC 流通量的持續擴張將成為股價的主要催化劑。中期來看，Arc 區塊鏈主網上線和 Circle 支付網路在全球範圍內的拓展將驗證公司向區塊鏈金融基礎設施提供商的轉型成果。長期視角下，公司在現實世界資產代幣化領域的佈局有望打開新的增長天花板。基於 DCF 估值分析，Circle 當前 98.30 美元的股價相較於 125.00 美元的內在價值存在顯著折價。我們首次覆蓋 Circle Internet Group，給予“買入”評級，目標價 125.00 美元較前一收盤價有約 27% 的上漲空間，首次覆蓋給予“買入”評級。

➤ 風險因素：

利率波動、Coinbase 依賴症、競爭壓力。

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	23年实际	24年实际	25年预测	26年预测	27年预测
总收入（百万美元）	1450.47	1676.25	2660.63	3105.33	4302.15
变动	87.87%	15.57%	58.72%	16.71%	38.54%
净利润	267.56	155.68	-355.33	215.93	519.96
变动	-134.80%	-41.82%	-328.25%	-160.77%	140.81%
每股盈利（美元）	0.95	0.33	-2.35	0.93	1.93
变动	-105.76%	103.13%	2682.94%	16.55%	19.30%
P/S 98.30 美元	-	-	8.01	8.36	6.15

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

损益表						财务能力分析					
单位: 百万新台币, 财务年度: 12月31日						单位: 百万新台币, 财务年度: 12月31日					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
主营业务收入	2,161,736	2,894,308	3,848,732	4,779,777	5,735,833	盈利能力					
- 主营业务收入成本	986,625	1,269,954	1,616,467	1,983,607	2,323,013	毛利率 (%)	54.4%	56.1%	58.0%	58.5%	59.5%
毛利	1,175,111	1,624,354	2,232,264	2,796,169	3,412,821	EBITDA 利率 (%)	67.2%	68.3%	66.9%	64.8%	64.0%
营业开支	253,834	301,070	373,327	497,097	619,470	净利率 (%)	39.4%	40.5%	41.9%	42.0%	43.4%
- 行政管理费用	60,873	83,745	96,218	124,274	160,603	营运表现					
- 市场营销费用	10,591	13,144	15,395	23,899	28,679	行政管理费用/收入 (%)	2.8%	2.9%	2.5%	2.6%	2.8%
- 研究和开发开支	182,370	204,182	261,714	348,924	430,188	市场营销费用/收入 (%)	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%
营业利润	921,466	1,322,053	1,858,937	2,299,073	2,793,352	研究和开发费用/收入 (%)	8.4%	7.1%	6.8%	7.3%	7.5%
- 利息支出	0	0	0	0	1	实际税率 (%)	13.1%	16.6%	16.0%	15.0%	13.0%
- 营业外亏损净额	57,851	83,787	62,349	64,527	68,830	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
税前利润	979,316	1,405,840	1,921,287	2,363,600	2,862,182	应收账款天数	36.59	29.89	30.00	30.50	31.00
- 所得税支出	128,289	233,407	307,406	354,540	372,084	应付账款天数	20.46	18.47	19.00	19.10	19.30
净利润	851,028	1,172,433	1,613,881	2,009,060	2,490,098	财务状况					
折旧与摊销	532,191	653,611	714,392	800,119	880,130	总负债/总资产	37.0%	36.1%	30.6%	25.7%	21.4%
主营业务增长 (%)	-5%	34%	33%	24%	20%	收入/净资产	24.4%	27.4%	29.3%	28.3%	27.4%
						经营性现金流/净利润	146.0%	155.8%	135.2%	133.6%	129.6%
资产负债表						现金流量表					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
+ 现金与现金等同	1,465,428	2,127,627	2,861,777	3,940,726	5,394,936	+ 税前利润	979,316	1,405,840	1,921,287	2,363,600	2,862,182
+ 短期投资	27,159	63,138	63,138	63,138	63,138	+ 折旧、摊销	532,191	653,611	714,392	800,119	880,130
+ 应收账款与票据	202,010	272,088	360,580	438,232	536,074	+ 其他调整	-52,668	-62,984	0	0	0
+ 其他流动资产	498,512	625,291	704,998	768,724	835,325	+ 非现金运营资本变动	-56,852	13,351	-145,511	-124,757	-142,998
总计流动资产	2,194,033	3,088,352	3,990,701	5,211,028	6,829,682	+ 递延所得税	-159,875	-183,640	-307,406	-354,540	-372,084
+ 权益性投资	29,617	37,248	37,248	37,248	37,248	经营活动现金流量	1,242,112	1,826,177	2,182,762	2,684,421	3,227,231
+ 厂房及设备	3,064,475	3,234,980	3,589,200	3,964,555	4,377,444	+ 厂房设备处置	704	895	0	0	0
- 累计折旧						+ 资本支出	-949,817	-956,007	-1,068,612	-1,175,473	-1,293,020
+ 无形资产	22,767	26,283	26,283	26,283	26,283	+ 收购、赎回、处置项目	-61,493	-67,145	0	0	0
+ 其他长期资产	221,480	304,902	304,902	304,902	304,902	+ 各类收益	3,650	3,833	0	0	0
总计长期资产	3,338,338	3,603,413	3,957,633	4,332,987	4,745,877	+ 其他投资活动	100,836	153,581	0	0	0
总资产	5,532,371	6,691,765	7,948,334	9,544,015	11,575,559	投资活动现金流量	-906,121	-864,843	-1,068,612	-1,175,473	-1,293,020
+ 应付账款	55,727	72,801	95,489	112,110	133,556	+ 债务净额变化	27,909	-26,497	0	0	0
+ 其他短期负债	857,857	1,235,855	1,235,855	1,235,855	1,235,855	+ 现金股利	-291,722	-363,055	-380,000	-430,000	-480,000
总计流动负债	913,583	1,308,656	1,331,344	1,347,966	1,369,412	+ 其他融资活动	58,919	43,251	0	0	0
+ 其他长期负债	221,625	177,233	177,233	177,233	177,233	融资所得现金	-204,894	-346,301	-380,000	-430,000	-480,000
总长期负债	1,135,525	1,103,837	1,103,837	1,103,837	1,103,837	+ 汇率变动	-8,339	47,166	0	0	0
总负债	2,049,108	2,412,493	2,435,182	2,451,803	2,473,249	现金净增减	122,759	662,199	734,150	1,078,949	1,454,211
总股东权益	3,483,263	4,279,272	5,513,152	7,092,212	9,102,310	现金余额	1,465,428	2,127,627	2,861,777	3,940,726	5,394,936

資料來源: 公司資料, 第一上海預測

穀歌 (GOOGL/GOOG, 買入)

業績全面超預期，實現首個千億收入季度，大幅上調資本開支

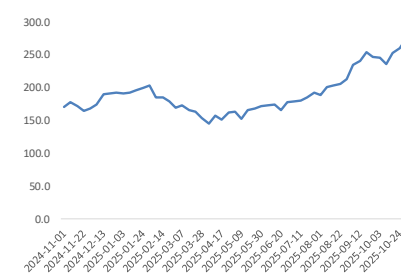
- 25Q3 業績總覽：** 2025Q3 收入達 1023 億美元(+16%)，全面 beat 市場預期。其中，廣告業務依然穩健，穀歌搜索及其他收入 566 億美元 (+15%)、YouTube 廣告收入 102 億美元 (+15%)，帶動 Google Services 收入 870 億美元 (+14%)；非廣告業務表現亮眼，穀歌雲收入 152 億美元同比大增 34%，OPM 從去年同期 17.1% 提升至本季度 23.7%；訂閱與設備收入 128 億美元 (+21%)，體現業務結構優化。利潤端受歐盟罰款影響，調整後營業利潤達 347 億美元，同比增長 22%，經營利潤率升至 33.9%；淨利潤 350 億美元，同比大增 33%，EPS 遠超預期。現金流持續強勁，25Q3 自由現金流 245 億美元 (+39%)，過去 12 個月累計超 735 億美元 (+32%)，顯示公司盈利品質與現金創造力持續提升。本季度回購 115 億美元股票並分紅 25 億股息回饋股東。
- 穀歌在 AI 與雲業務生態全面加速：** Gemini App 月活躍用戶超 6.5 億，查詢量環比上季暴增 3 倍，AI Mode 在美國日活用戶突破 7500 萬，AI Overviews 與 AI Max 廣告驅動搜索與廣告新增需求。訂閱付費用戶突破 3 億；AI 搜索功能已觸達逾 20 億用戶。雲業務持續高增，積壓訂單環比大增 46% 至 1550 億美元，同比增長 82%，超七成客戶使用谷歌 AI 產品，年內簽署的 10 億美元級大單已超前兩年總和。Gemini Enterprise 已覆蓋 700 家公司、200 萬訂閱用戶，YouTube Shorts 單小時收入首次超過傳統廣告。AI 創新方面，視頻生成模型 Veo3 推動內容生態擴張，Gemini3.0 今年底發佈；Gen AI 產品收入同比增長超 200%，穀歌持續強化 AI 算力佈局並深化與 Anthropic、NVIDIA 合作。
- 大幅上調全年資本開支：** 2025 全年資本支出(CapEx)指引大幅上調至 910-930 億美元（此前為 850 億美元）。Q3 資本支出為 240 億美元，預計 2026 年 CapEx 將大幅增加，儘管已在努力提高產能，但預計在 2025 年 Q4 和 2026 年仍將處於供需緊張的環境。Q4 折舊增速將略微加快，Q3 折舊費用 56 億美元（同比+41%），隨著 Capex 增加，未來折舊將對利潤構成一定壓力。
- 提升目標價至 350 美元，買入評級：** 谷歌第三季度業績實現首個千億收入。AI 需求強勁帶動雲業務提速。公司大幅上修全年資本開支以加碼 AI 和基礎設施建設，顯示對未來增長的信心。谷歌是美股七巨頭裡面唯一一家全棧自研的公司（從底層 TPU、大模型 Gemini 到 To C 產品），長期看隨著穀歌訂閱制推進，以及 Gemini 大模型對穀歌 To C 和 To B 產品的全棧賦能，谷歌未來利潤有望成為美股首先突破 2000 億美金公司。當前股價對應 2025 年約 26 倍 PE，考慮盈利能力與 AI 賦能下的增長前景，具備大衛斯按兩下潛力，給予 2026 年 EPS 的 30 倍估值，一定估值溢價，維持“買入”評級。
- 風險提示：** 國宏觀經濟增速放緩、AI 商業化變現、雲業務增長不及預期等。

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
总营业收入 (百万美元)	307,394	350,018	399,465	456,675	510,821
变动	8.7%	13.9%	14.1%	14.3%	11.9%
净利润	73,795	100,118	127,318	133,755	147,641
变动	23.0%	35.7%	27.2%	5.1%	10.4%
摊薄每股盈利 (美元)	5.8	8.1	10.7	11.7	13.4
变动	26.5%	40.5%	31.9%	9.1%	15.1%
基于275美元的市盈率 (估)	47.7	33.9	25.7	23.6	20.5

資料來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



資料來源：彭博

主要財務報表

損益表

单位：百万美元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	307,394	350,018	399,465	456,675	510,821
主营业务收入成本	-133,332	-146,306	-161,926	-181,287	-207,860
毛利	174,062	203,712	237,539	275,388	302,961
- 营业开支	-89,769	-91,322	-109,197	-123,941	-134,357
销售及营销开支	-27,917	-27,808	-28,942	-33,660	-35,646
研究及开发开支	-45,427	-49,326	-58,568	-64,403	-72,505
总务及管理开支	-16,425	-14,188	-21,687	-25,878	-26,206
营业利润	112,390	128,342	151,446	168,604	0
- 营业外费用	1,424	7,425	28,604	8,000	8,000
税前利润	85,717	119,815	156,946	159,446	176,604
- 所得税支出	-11,922	-19,697	-29,628	-25,691	-28,963
非常项目前收入	73,795	100,118	127,318	133,755	147,641
净利润	73,795	100,118	127,318	133,755	147,641
普通股股东所得净利润	73,795	100,118	127,318	133,755	147,641
折旧与摊销	13,699	15,311	18,841	14,144	4,451
EBITDA	97,992	127,701	147,183	165,590	173,055
主营业务增长 (%)	8.7%	13.9%	14.1%	14.3%	11.9%
EBITDA 增长率 (%)	7.4%	23.3%	13.2%	11.1%	4.3%

资产负债表

	2023A	2024	2025E	2026E	2027E
+ 现金与现金等	24,048	23,466	31,694	91,424	14,778
+ 短期投资	86,868	72,191	75,406	75,406	93,448
+ 应收账款与票	47,964	52,340	60,308	69,580	27,173
+ 库存	0	0	0	0	1,757
+ 其他流动资产	12,650	15,714	14,275	16,470	16,470
总计流动资产	171,530	163,711	181,684	252,879	157,472
+ 长期投资与应	31,008	37,982	63,800	63,800	65,244
+ 净固定资产	134,345	171,036	236,030	282,264	326,008
+ 其他非流动资产	26,260	30,768	24,840	25,026	36,534
+ 商誉	29,198	31,885	33,269	33,269	33,269
+ 其他长期资产	10,051	14,874	10,337	11,926	11,926
总计长期资产	230,862	286,545	368,276	416,285	472,981
总资产	402,392	450,256	549,960	669,165	630,453
+ 应付账款	7,493	7,987	8,432	8,876	7,424
+ 短期借款	0	0	0	0	0
+ 其他短期负债	74,321	81,135	99,360	110,930	22,976
总计流动负债	81,814	89,122	107,793	119,806	30,400
+ 长期借款	13,253	10,883	21,607	21,607	21,607
+ 其他长期负债	23,946	26,850	17,979	18,154	16,361
总长期负债	37,199	37,733	39,586	39,761	37,968
总负债	119,013	126,855	147,379	159,566	68,368
总股东权益	283,379	323,401	402,581	509,598	562,084

資料來源：公司資料，第一上海預測

财务能力分析

	2023A	2024	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
毛利率 (%)	67.9%	69.0%	69.9%	70.5%	68.9%
EBITDA 利率 (%)	38.2%	43.3%	43.3%	42.4%	39.4%
净利率 (%)	28.8%	33.9%	37.5%	34.2%	33.6%
营运表现					
销售及管理费用/收入	17.3%	14.2%	14.9%	15.2%	14.1%
研发费用/收入 (%)	17.7%	16.7%	17.2%	16.5%	16.5%
实际税率 (%)	13.9%	16.4%	18.9%	16.1%	16.4%
股息支付率 (%)					
库存周转率	32.8	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款天数	229.9	235.5	236.8	236.8	236.8
应付账款天数	99.5	107.6	126.2	120.3	113.9
财务状况					
总负债/总资产	29.6%	28.2%	26.8%	23.8%	10.8%
收入/净资产	108.5%	107.7%	99.2%	89.6%	90.9%
收入/总资产	76.4%	77.7%	72.6%	68.2%	81.0%
经营性现金流/收入	33.1%	35.8%	37.2%	36.7%	38.1%

现金流量表

	2023A	2024	2025E	2026E	2027E
+ 净利润	73,795	100,118	127,318	133,755	147,641
+ 折旧、摊销	13,699	15,311	18,841	14,144	4,451
+ 其他非现金调	18,097	18,276	10,946	29,497	32,743
+ 非现金资本变	-3,845	-8,406	-8,583	-9,639	9,719
经营活动现金流量	101,746	125,299	148,522	167,757	194,554
+ 固定资产变动	-495	-2,931	-1,425	0	0
+ 资本支出	-32,251	-52,535	-79,584	-60,378	-10,729
+ 长期净投资变	6,734	12,597	-1,649	0	0
+ 其他投资活动	-1,051	-2,667	-1,845		
投资活动现金	-27,063	-45,536	-84,503	-60,378	-10,729
+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 债务(偿付)所得	-11,550	-12,701	-26,093	0	0
+ 股本增加	0	0	0	0	0
+ 股本减少	-61,504	-62,222	-51,829	-47,650	-49,585
+ 其他融资活动	961	2,553	29,401	0	0
融资所得现金	-72,093	-72,370	-48,521	-47,650	-49,585
现金净增减	2,169	6,781	15,742	59,729	134,241
现金剩余	24,048	23,466	31,694	91,424	225,664
自由现金流	69,495	72,764	68,938	107,379	183,825

Robinhood Markets (HOOD, 買入)

增長品質顯著提升，盈利能見度驅動價值回歸

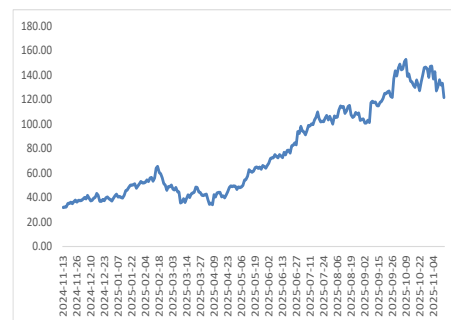
- **25Q3 財務表現：**總營收 12.74 億美元，同比翻倍，環比增近三成；淨利潤 5.56 億美元，同比大增 271%，環比增長 44%；攤薄後每股收益 0.61 美元，同比增長 259%；調整後 EBITDA 為 7.42 億美元，同比增長 177%，利潤率為 58%。
- **交易業務成為最大引擎：**交易收入 7.30 億美元，其中加密貨幣收入同比增逾 3 倍至 2.68 億美元，期權、股票收入分別增 50%與 132%。淨利息收入 4.56 億美元，同比增 66%，證券借貸收入激增 193%。用戶品質顯著提升，單用戶平均收入增至 191 美元，同比增 82%；Gold 使用者資產為普通使用者 5 倍，淨存款增長率高出約 20%，退休帳戶採納率高出約 2.5 倍；退休帳戶資產同比增 144%至 242 億美元。平臺總資產達 3327 億美元，同比增長 119%，淨存款年化增長率 29%。
- **新產品與市場份額齊頭並進：**10 月預測市場年化收入已逼近 3 億美元，較三季度 1.15 億美元大幅加速；事件合約單季成交 23 億份。公司連續擴大在股票、期權、加密及保證金貸款領域市占率。面向專業交易者的做空、社交、AI 指標、多帳戶功能已上線；Gold 使用者開始試點銀行服務；國際客戶近 70 萬，Bitstamp 收購完成並擬再購 WonderFi，加密版圖向全球延伸。Robinhood Ventures 即將啟動，讓散戶可投私募公司。
- **全年指引同步上調：**預計 2025 年含股權激勵的調整後運營費用約 22.8 億美元，高值區間再抬升，公司繼續加碼產品、技術與全球擴張。
- **目標價 150.00 美元，維持買入評級：**儘管公司因投資未來而上調費用指引，但我們認為其強勁的收入增長和卓越的經營杠杆能力足以支撐當前估值。基於公司三位數的盈利增長、成功的業務多元化以及預測市場等新業務的爆發潛力，給予公司 150.00 美元的目標價，對應 65x PE，較前一交易日收盤價格 +23%，維持買入評級。
- **風險因素：**零售用戶參與度下降；利率下行影響淨利息收入增長；新產品交叉銷售效果不及預期；訂單流支付 (PFOF) 相關監管政策變化。

盈利摘要

盈利摘要					
截至12月31日止財政年度	23年实际	24年实际	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入 (百万美元)	1865.00	2951.00	4488.98	5458.43	6362.41
	变动 37.33%	58.23%	52.12%	21.60%	16.56%
净利润	-541.00	1411.00	1810.05	2114.03	2623.41
	变动 -47.37%	-360.81%	28.28%	50.59%	24.10%
每股盈利 (美元)	(\$0.60)	\$1.56	\$1.98	\$2.30	\$2.86
	变动 -48.58%	103.13%	2682.94%	16.55%	19.30%
股息	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
市盈率121.53美元 (估)	-425.16	253.60	82.53	66.58	56.48

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

損益表

<百万美元>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	1,865	2,951	4,489	5,458	6,362
交易开支	146	164	215	347	242
研发开支	805	818	902	1,003	976
运营开支	159	169	226	190	158
销售开支	122	272	409	471	477
行政与其他开支	1,169	474	685	570	473
营运收入	-536	1,054	2,052	2,812	3,441
税前盈利	-533	1,064	2,054	2,808	3,437
所得税	8	-347	326	694	814
净利润	-541	1,411	1,810	2,114	2,623
增长					
总收入 (%)	37%	58%	52%	22%	17%
营运收入 (%)	47%	297%	95%	52%	22%
净利润 (%)	47%	361%	28%	51%	24%

资产负债表

<百万美元>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金及现金等价物	4,835	4,332	5,236	7,392	7,806
应收经纪人、交易商 和清算机构款项	89	471	471	471	471
应收用户款项	3,495	8,239	11,322	13,372	17,299
清算机构存款	338	489	489	489	489
限定用途现金	0	0	0	0	0
总流动资产	31,790	25,103	34,269	45,469	56,070
PP&E	120	139	101	78	67
商誉	175	179	179	179	179
无形资产	48	38	38	38	38
其他非流动资产	199	728	496	461	455
总资产	32,332	26,187	35,083	46,226	56,809
应付账款和应计费用	384	397	486	499	218
应付用户款项	5,097	7,448	6,703	10,236	12,051
借出证券	3,547	7,463	12,822	15,971	20,850
其他短期负债	16,517	2,796	4,673	5,785	7,407
总短期负债	25,545	18,104	24,683	32,492	40,526
长期债务	91	111	111	111	111
总负债	25,636	18,215	24,794	32,603	40,637
股东权益	6,696	7,972	10,289	13,623	16,172
总负债和总股东权益	32,332	26,187	35,083	46,226	56,809

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

财务分析

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
盈利能力					
经营利润率 (%)	-29%	36%	46%	57%	67%
所得税率 (%)	-2%	-33%	12%	25%	24%
净利率 (%)	-29%	48%	40%	50%	59%
营运表现					
交易/收入 (%)	-8%	-6%	-5%	-6%	-4%
研发/收入 (%)	-43%	-28%	-20%	-18%	-15%
运营/收入 (%)	-9%	-6%	-5%	-3%	-2%
销售/收入 (%)	-7%	-9%	-9%	-4%	-4%
财务状况					
总负债/总资产	0.79	0.70	0.71	0.71	2.92
收入/净资产	0.28	0.37	0.44	0.40	0.39
经营性现金流/收入	0.75	-0.04	0.63	1.25	0.51

现金流量表

<百万美元>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
净利润	-541	1,411	1,810	2,114	2,623
折旧和摊销	71	77	77	56	45
信贷损失准备金	41	76	0	0	0
SBC	802	304	416	531	426
递延所得税	83	-369	0	0	0
其他经营活动	-34	0	0	0	0
公允价值变动	-40	0	0	0	0
营运现金流	1,406	-112	2,842	6,830	3,219
购买PP&E	-2	-13	-8	-7	-7
开发软件的资本化	-19	-37	-31	-26	-27
M&A	-93	123	0	0	0
其他投资活动	-475	-191	0	0	0
投资活动现金流	-582	-148	-40	-33	-34
普通股收益	-1	0	0	0	0
普通股回购	-601	-223	0	0	0
信贷还款	-20	-12	0	0	0
其他融资活动	12	-110	0	0	0
融资活动现金流	-610	-345	0	0	0

奈飛 (NFLX, 買入)

短期稅務問題和行業整合不改變長期邏輯

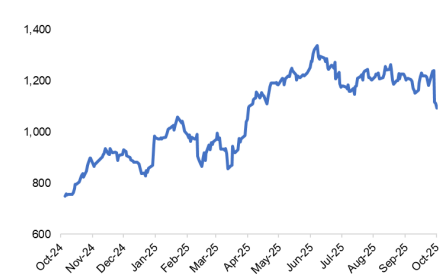
- **全球使用者持續轉向流媒體，有線電視市場進一步萎縮，流媒體行業依然具備滲透空間：**目前流媒體在美國和英國依然是主流，占總電視觀看時長的 42% 和 46%，但流媒體正在加速侵蝕其份額。美國流媒體時長由 2022Q4 25% 提升至當前 38%，其中奈飛從 7.5% 增加至 8.6%；英國流媒體時長由 2022Q4 15% 提升至當前 27%，其中奈飛從 7.7% 增加至 9.4%。目前奈飛在其目標市場的消費支出份額為 7%，公司旨在通過優質原創/授權內容，結合賽事直播、播客等新業態來提升在整體市場的觀看時長及支出占比。AI 應用為內容創作提供了工具，例如特效降本，但現階段 AI 本身無法對流媒體形成替代。
- **廣告對增量收入的貢獻持續提升：**公司在 Upfront 2025 的廣告預售情況良好，預計 2025 年廣告收入同比翻倍。2025Q4 其程式化廣告服務將整合至亞馬遜 DSP 和日本 AJA，廣告主的多樣性將進一步提升。
- **潛在並購對流媒體的競爭格局影響有限：**近期華納兄弟探索（旗下有 HBO）宣佈將出售部分或全部業務，據報導已收到蘋果、亞馬遜、奈飛和康卡斯特的收購意向。奈飛注重盈利性增長，會進行選擇性並購但無意收購傳統媒體網路。我們認為公司可能考慮收購其流媒體業務，但並購本身並不改變公司的長期戰略，過往迪士尼收購福克斯、亞馬遜收購米高梅都未從本質上顛覆行業格局。
- **2025Q3 業績摘要：**收入同比增長 17% 至 115.10 億美元，符合公司指引。本季度由於巴西稅務影響，公司在成本項中計提了 6.19 億美元，涵蓋 2022 年至今的額外經營成本，導致利潤端表現不及預期。運營利潤為 32.48 億美元，對利潤率為 28.2%，低於指引的 31.5%，剔除稅務影響將超預期。攤薄後 EPS 同比增長 9% 至 5.87 美元。自由現金流同比增長 21% 至 26.60 億美元。
- **2025 年指引：**預計全年收入約為 451 億美元，同比增長 16%。考慮到巴西稅務影響，將全年運營利潤率指引由 30% 下調至 29%，公司表示該項費用不會顯著影響未來業績。由於現金內容支出低於此前預期，將自由現金流指引由 80-85 億上調至 90 億美元。當前仍有 101 億美元的回購額度，季度末現金及等價物 930 億美元。
- **目標價 1,319.00 美元，買入評級：**採用 DCF 法估值，求得目標價 1,319.00 美元，較當前股價有 20.5% 的上升空間，買入評級。當前價格對應 2025 至 2027 年市盈率分別為 42/34/28 倍。
- **風險因素：**流媒體及其他線上平臺加速搶奪使用者時長、匯率波動影響以美元計價的財務表現、AI 應用對流媒體商業模式的顛覆。

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	23年历史	24年预测	25年预测	26年预测	2027年预测
总营业收入 (百万美元)	33,723	39,001	45,196	50,775	56,606
变动	6.7%	15.6%	15.9%	12.3%	11.5%
净利润 (百万美元)	5,408	8,712	10,967	13,313	15,953
每股盈利 (美元)	12.2	20.3	26.0	32.1	38.9
变动	21.2%	65.6%	28.1%	23.4%	21.3%
基于1094.69美元的市盈率 (估)	89.4	54.0	42.1	34.1	28.1

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

損益表							財務能力分析						
單位: 百万美元, 財務年度: 12月31日													
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	
主营业务收入	31,616	33,723	39,001	45,196	50,775	56,606	盈利能力						
- 主营业务收入成本	19,168	19,715	21,038	23,476	25,359	27,139	毛利率 (%)	39.4%	41.5%	46.1%	48.1%	50.1%	52.1%
毛利	12,447	14,008	17,963	21,720	25,416	29,467	经营利润率 (%)	17.8%	20.6%	26.7%	29.0%	31.3%	33.6%
营业开支	6,814	7,054	7,545	8,608	9,518	10,441	净利率 (%)	14.2%	16.0%	22.3%	24.3%	26.2%	28.2%
销售总务及管理开支	4,103	4,378	4,620	5,263	5,811	6,365	EBITDA 利润率	18.9%	21.7%	27.6%	29.8%	32.1%	34.4%
研究和开发开支	2,711	2,676	2,925	3,345	3,707	4,076	营运表现						
营业利润	5,633	6,954	10,418	13,112	15,898	19,026	销售及管理费用/收入 (%)	13.0%	13.0%	11.8%	11.6%	11.4%	11.2%
- 利息支出	(706)	(700)	(719)	(833)	(936)	(1,043)	研发和开发费用/收入 (%)	8.6%	7.9%	7.5%	7.4%	7.3%	7.2%
- 营业外亏损净额	337	(49)	267	267	267	267	实际税率 (%)	14.7%	12.9%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
税前利润	5,264	6,205	9,966	12,546	15,229	18,250	应付账款天数	14.4	13.1	14.3	14.3	14.3	14.3
- 所得税支出	772	797	(1,254)	(1,579)	(1,916)	(2,296)	财务状况						
净利润	4,492	5,408	8,712	10,967	13,313	15,953	总负债/总资产	57.2%	57.8%	53.9%	47.8%	43.6%	38.6%
普通股股东所得净利润	4,492	5,408	8,712	10,967	13,313	15,953	收入/净资产	21.6%	26.3%	35.2%	39.1%	39.5%	37.9%
折旧与摊销	337	357	329	360	398	445	经营性现金流/收入	17.8%	20.6%	26.7%	29.0%	31.3%	33.6%
EBITDA	5,970	7,311	10,747	13,472	16,296	19,471	税前盈利对利息倍数	7.5	8.9	13.9	15.1	16.3	17.5
主营业务增长 (%)	6%	7%	16%	16%	12%	11%							
EBITDA 增长 (%)	-7%	22%	47%	25%	21%	19%							
资产负债表							现金流量表						
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	
+ 现金与现金等同	5,147	7,117	7,805	7,069	10,077	15,860	+ 净利润	4,492	5,408	8,712	10,967	13,313	15,953
+ 短期投资	911	21	1,779	1,779	1,779	1,779	+ 折旧、摊销	337	357	329	360	398	445
+ 其他流动资产	3,208	2,780	3,517	3,517	3,517	3,517	+ 其他非现金调整	(2,802)	1,509	(1,679)	(1,736)	(2,097)	(1,948)
总计流动资产	9,266	9,918	13,100	12,364	15,372	21,155	经营活动现金流量	2,026	7,274	7,361	9,592	11,614	14,450
+ 总固定资产	2,470	2,819	3,258	3,786	4,392	5,059	+ 固定资产清理	0	0	0	0	0	0
- 累计折旧	(1,072)	(1,327)	(1,664)	(2,025)	(2,423)	(2,868)	+ 资本支出	(408)	(349)	(440)	(527)	(607)	(667)
+ 净固定资产	1,398	1,491	1,594	1,761	1,969	2,191	+ 投资增加	0	0	0	0	0	0
+ 其他长期资产	5,193	5,664	6,484	6,484	6,484	6,484	+ 投资减少	0	0	0	0	0	0
总计长期资产	39,328	38,814	40,530	41,311	44,404	47,341	+ 其他投资活动	(1,669)	890	(1,742)	0	0	0
总资产	48,595	48,732	53,630	53,676	59,777	68,496	投资活动现金	(2,076)	542	(2,182)	(527)	(607)	(667)
+ 应付账款	672	747	900	938	1,047	1,078	+ 已付股利	0	0	0	0	0	0
+ 短期借款	0	400	1,784	0	0	0	+ 短期拆借变动	0	0	0	0	0	0
+ 其他短期负债	0	0	0	0	0	0	+ 长期借款增加	0	0	0	0	0	0
总计流动负债	7,931	8,861	10,755	9,229	9,569	9,841	+ 长期借款减少	0	0	0	0	0	0
+ 长期借款	14,353	14,143	13,798	11,998	11,998	11,998	+ 股本增加	0	(6,045)	0	0	0	0
+ 其他长期负债	2,452	2,561	2,552	2,552	2,552	2,552	+ 股本减少	0	0	0	0	0	0
总长期负债	19,886	19,283	18,131	16,420	16,514	16,612	+ 其他融资活动	(664)	95	(4,074)	(9,800)	(8,000)	(8,000)
总负债	27,817	28,144	28,887	25,649	26,083	26,453	融资所得现金	(664)	(5,951)	(4,074)	(9,800)	(8,000)	(8,000)
总股东权益	20,777	20,588	24,744	28,026	33,694	42,043	现金净增减	(885)	1,948	689	(736)	3,008	5,783
							现金剩余	5,171	7,119	7,807	7,072	10,080	15,863

資料來源: 公司資料, 第一上海預測

特斯拉 (TSLA, 買入)

Robotaxi 發展迅速，儲能需求保持強勁

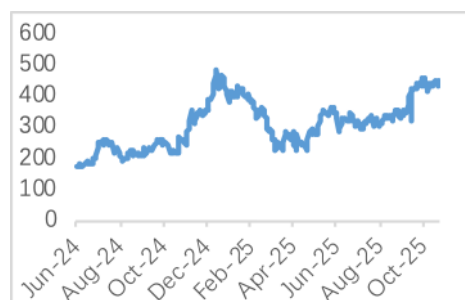
- **2025Q3 業績摘要：**總收入 280.95 億美元，同比增長 12%，超出市場預期。汽車收入同比增長 6% 至 212.05 億美元，儲能收入同比增長 44% 至 34.15 億美元，服務收入同比增長 25% 至 34.7 億美元。汽車交付量和儲能部署量均達到新高，汽車交付量 49.7 萬台，環比增加 29%，同比增長 7%，儲能部署量同比增長 81% 至 12.5 GWh。剔除碳積分後汽車毛利率為 15.4%，能源業務毛利率為 31.4%。淨利潤為 13.73 億美元，同比減少 37%，不及市場預期。自由現金流為 39.90 億美元，同比增長 46%，高於市場預期。預計全年資本開支為 90 億美元。
- **年底 Robotaxi 有望取消部分安全員配置，FSD 滲透率 12%：**Robotaxi 已在德州奧斯丁和加州灣區運營，分別覆蓋 25 萬和 100 萬平方英里。預計年底奧斯丁部分區域將不再配備線下安全員，總運營區域將增加至 8 到 10 個，其中內華達州、佛羅里達州和亞利桑那州的可能性較大。V14 已大規模推送，公司表示當前 FSD 付費率為存量車的 12%，付費用戶總數仍具備較大提升空間。V14.3 將加入推理，預計年底推送。
- **擎天柱發佈延期：**擎天柱 V3 將在 2026 年第一季度發佈，目標依然是建造年產能 100 萬台的產線，將於 2026 年底投產。
- **未來 24 個月峰值年化產能目標 300 萬台：**汽車生產規劃上，預計未來 24 個月峰值產能目標為 300 萬台，擴產計畫將在不犧牲當前毛利率的前提之下進行。其中，最大的增量將來自 2026 年第二季度投產的 Cybercab。
- **儲能需求保持強勁：**預計 2026 年 Megapack 和 Powerwall 需求將保持強勁，Megablock 發佈後的訂單回饋十分積極，將由休斯頓新工廠交付。由於政策變化，美國住宅太陽能需求出現激增，預計這種需求將持續至 2026 年上半年。
- **目標價 520.00 美元，維持買入評級：**我們上調未來三年汽車交付量至 201.1 萬/245.2 萬/331.1 萬台。採用 2026 年自由現金流折現，WACC 10%，永續增長率為 3%，求得合理股價應為 520.00 美元，對應 2026 年 Non-GAAP 每股盈利的 186 倍，2027 年的 150 倍，比當前股價高 15%，維持買入評級。
- **風險提示：**關稅影響、美國 IRA 補貼取消、FSD 中歐推送不達預期、出行軟體監管問題、機器人產能不達預期。

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	23年历史	24年历史	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入 (美元百万元)	96,773	97,690	97,928	126,159	153,973
变动	18.80%	0.95%	0.24%	28.83%	22.05%
Non-GAAP 净利润	10,882	8,419	7,323	9,945	12,502
Non-GAAP 每股盈利	3.12	2.42	2.08	2.79	3.47
变动	-23.27%	-22.51%	-14.17%	34.46%	24.32%
基于452.42美元的市盈率 (估)	144.86	186.95	217.82	162.00	130.31
每股派息 (美元)	0	0	0	0	0
股息现价比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

主要資產						現金能力分析					
單位：千美元，截至年底，12月31日						單位：千美元					
	2023年 實際	2024年 實際	2025年 預測	2026年 預測	2027年 預測		2023年 實際	2024年 實際	2025年 預測	2026年 預測	2027年 預測
主營業務收入	96,773,000	97,000,000	97,927,980	128,158,598	153,973,251	毛利率 (%)	18%	18%	17%	19%	20%
- 主營業務收入成本	79,113,000	80,240,000	80,874,503	101,970,564	123,186,945	EBITDA 利率 (%)	14%	13%	10%	12%	12%
毛潤	17,660,000	17,450,000	17,053,477	26,188,034	30,786,306	淨利率 (%)	15%	7%	5%	8%	8%
營業開支	8,789,000	10,374,000	11,938,282	15,350,888	19,488,717	Non-GAAP 淨利率 (%)	11%	9%	7%	8%	8%
- 薪酬和行政管理費用	4,800,000	5,150,000	5,908,287	7,781,372	10,248,316	預測差異					
- 研究和開發開支	3,989,000	4,540,000	6,028,995	7,569,516	9,238,401	行政開支與銷售費用/收入 (%)	5%	5%	6%	6%	7%
營業利潤	8,871,000	7,076,000	5,115,195	8,837,147	11,299,889	研究和開發費用/收入 (%)	4%	5%	6%	6%	6%
- 利息支出	-158,000	-250,000	-228,748	-241,272	-418,514	實際稅率 (%)	-5%	2%	2%	2%	2%
- 營業外淨損	1,278,000	2,284,000	1,841,547	1,971,298	2,405,919	應收賬款天數	12.0	14.6	14.6	14.6	14.6
稅前利潤	9,973,000	8,960,000	6,625,913	10,487,172	13,289,093	應付賬款天數	67.5	60.4	60.0	60.0	60.0
- 所得稅支出	-5,101,000	1,837,000	1,738,288	3,043,578	3,888,658	總務狀況					
淨利潤	14,974,000	7,123,000	4,887,625	7,443,594	9,400,435	總負債/總資產	40%	40%	39%	38%	38%
Non-GAAP 淨利潤	10,862,000	8,419,000	7,322,564	9,944,789	12,501,902	收入/淨資產	91%	89%	74%	89%	93%
EBITDA	14,640,000	14,338,000	11,772,313	10,487,172	13,289,093	經營性現金/收入	14%	15%	15%	9%	14%
EBITDA 增長率 (%)	1%	2%	18%	11%	27%	稅前利潤對利息倍數	9	6	4	5	6
主營業務增進 (%)	1%	1%	0%	2%	22%						

資產負債表						現金流量表					
單位：千美元						單位：千美元					
	2023年 實際	2024年 實際	2025年 預測	2026年 預測	2027年 預測		2023年 實際	2024年 實際	2025年 預測	2026年 預測	2027年 預測
現金與現金等價	16,298,000	18,129,000	21,630,310	23,444,425	32,932,678	淨利潤	14,974,000	7,123,000	4,887,625	7,443,594	9,400,435
+ 應收賬款與票據	3,508,000	4,418,000	3,527,388	6,708,469	5,784,036	- 折舊、攤銷	4,687,000	5,398,000	5,142,400	6,042,400	7,042,400
+ 庫存	13,626,000	12,017,000	12,694,654	18,483,919	19,177,437	+ 應收賬款	1,812,000	1,999,000	2,431,040	2,523,172	3,079,487
+ 其他流動資產	3,388,000	5,262,000	5,638,100	5,911,605	6,207,185	+ 庫存	-1,195,000	937,000	-1,235,754	-8,282,275	-1,389,719
總計流動資產	40,818,000	38,806,000	43,489,352	49,548,418	64,545,336	+ 其他經營活動	-657,000	-1,011,000	3,015,899	1,975,334	3,131,475
+ 延遲租賃全額 - 淨值	5,989,000	5,581,000	6,139,100	6,753,010	7,428,311	經營活動的現金流量	13,256,000	14,923,000	14,245,110	11,588,225	21,288,058
+ 太陽能能源基礎 - 淨值	5,229,000	4,924,000	4,677,800	4,443,910	4,221,715	+ 資本投入	-8,886,000	-11,230,000	-9,000,000	-10,080,000	-12,000,000
+ 庫存與設備 - 淨值	29,723,000	25,838,000	29,693,600	43,651,200	48,608,800	+ 短期投資變動	0	0	0	0	0
+ 其他長期資產	11,695,000	11,135,000	11,133,000	11,133,000	11,133,000	+ 收購與剝離淨現金	-64,000	0	0	0	0
總計長期資產	57,002,000	63,710,000	67,679,500	72,217,120	77,627,826	+ 其他投資活動	-6,686,000	-7,446,000	246,200	233,890	222,198
總資產	106,818,000	122,070,000	131,785,872	147,188,837	162,173,162	投資活動的現金	-15,564,000	-18,787,000	-8,753,800	-9,788,110	-11,777,805
+ 應付賬款	14,431,000	12,474,000	14,484,188	19,508,020	21,536,295	+ 發行普通股	0	0	0	0	0
+ 應計負債	9,080,000	10,723,000	10,723,000	10,723,000	10,723,000	+ 發行可轉債	3,921,000	5,744,000	0	0	0
+ 其他流動負債	5,257,000	5,624,000	5,940,800	6,289,280	6,672,698	+ 期權行權收益	-1,251,000	-2,500,000	0	0	0
總計流動負債	28,748,000	28,821,000	31,147,988	36,519,300	38,931,993	+ 償還債券	700,000	1,241,000	0	0	0
+ 長期借款	2,187,000	5,757,000	5,757,000	5,757,000	5,757,000	+ 其他融資活動	-691,000	-632,000	0	0	0
+ 其他長期負債	11,404,000	13,812,000	13,878,240	13,948,007	14,015,027	融資所得現金	2,589,000	3,853,000	0	0	0
總長期負債	14,281,000	19,569,000	19,635,240	19,703,007	19,772,027	現金淨增減	285,000	-1,520,000	5,491,310	1,814,115	9,508,254
總負債	43,029,000	48,390,000	50,783,228	56,222,307	58,703,990						
總股本權益	62,654,000	72,913,000	80,235,564	90,180,330	102,862,232						

資料來源：公司資料，第一上海預測

台積電 (TSM, 買入)

上調 25 財年收入同比增長至 30%，未來 5 年 AI 收入 CAGR 超 45%

- **季度業績摘要：** 25Q3 總收入 9899.2 億新臺幣，同比增長 30.3%，折合 331 億美元，高於公司上季度指引中值的 324 億美元，也高於彭博一致預期的 315 億美元。其中晶圓收入 8466.3 億新臺幣，同比增長 31.2%。本季度公司總成本 4013.8 億新臺幣，毛利率 59.5%，同比增長 1.7pct。經營利潤 5006.9 億新臺幣，同比增長 38.8%。歸母淨利潤 4523.0 億新臺幣，同比增長 39.1%，折合 151.2 億美元，高於一致預期的 132.3 億美元。攤薄後每 ADR 收益同比增長 50.5% 達 2.92 美元，高於一致預期的 2.57 美元。
- **算力增長驅動客戶向先進制程遷移，未來 5 年 AI 收入 CAGR 超 45%：** 本季度 7 納米及以下的先進制程貢獻收入 74%，其中 3nm/5nm 制程分別貢獻收入 23%/37%。當前 AI 技術正在快速從雲資料中心滲透到邊緣計算設備的各個領域，而 tokens 用量的指數級增長將驅動未來算力需求提升，從而驅動客戶訂單向更先進制程節點遷移。公司指引 2024-2029 年 GPU、ASIC 及 AI 伺服器 CPU 相關收入 CAGR 將超 45%。下一代 N2 制程將於 25H2 量產。未來關稅政策不確定性、海外工廠建設、電力成本增加以及 N2 產能爬坡將稀釋 4-5pct 毛利率，但將被先進制程溢價能力和產能利用率提升抵消，FY25/26 毛利率分別達 58.5/59.5%。
- **未來兩年將全力提升先進封裝產能縮小供需缺口：** Q3 公司封測等其他業務收入 1457.1 億新臺幣，同比增長 27.2%。隨著 ASIC 晶片封裝需求的提升及下一代 GPU 產品封裝面積的增長，預計未來兩年公司先進封裝需求將超預期增長，我們預計 25/26/27 年平均月產能將同比 90%/35%/28% 達到 7.0/9.5/12.1 萬片。公司積極研發下一代矽光技術為客戶提供一整套從晶圓製造到晶片封裝的互聯技術組合。
- **目標價 360 美元，維持買入評級：** 未來 5 年 AI 營收 CAGR 超 45%，長期毛利率有望達到 60%。關稅背景下上調 2025 全年美元收入同比增長 30% 的指引，但海外工廠建設及政策不確定性將影響公司毛利率，因此我們調整 2025-2027 年淨利潤預測至 16139/20091/24901 億新臺幣，三年複合增速 45.7%。採用 DCF 法估值，WACC 為 9.0%，長期增長率為 3.0%，調整目標價 360 美元，買入評級。
- **風險：** 半導體週期風險，先進制程技術投產不及預期；先進封裝產能不及預期；海外工廠投產不及預期。

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	23年历史	24年历史	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入 (百万新台币)	2,161,736	2,894,308	3,848,732	4,779,777	5,735,833
净利润	851,028	1,172,433	1,613,881	2,009,060	2,490,098
净利润 (百万美元)	26,413	36,388	50,089	62,354	77,284
每股盈利 (新台币)	32.8	44.7	60.1	73.7	87.6
每股盈利 (美元)	5.1	7.0	9.4	11.5	13.7
基于277美元的市盈率 (估)	54.0	39.7	29.5	24.0	20.2
每股派息 (新台币)	11.3	17.0	19.4	22.1	21.5
股息现价比	4.06%	6.14%	6.99%	7.96%	7.76%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

主要財務報表

损益表						财务能力分析					
单位: 百万新台币, 财务年度: 12月31日						单位: 百万新台币, 财务年度: 12月31日					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
主营业务收入	2,161,736	2,894,308	3,848,732	4,779,777	5,735,833	盈利能力					
- 主营业务收入成本	986,625	1,269,954	1,616,467	1,983,607	2,323,013	毛利率 (%)	54.4%	56.1%	58.0%	58.5%	59.5%
毛利	1,175,111	1,624,354	2,232,264	2,796,169	3,412,821	EBITDA 利率 (%)	67.2%	68.3%	66.9%	64.8%	64.0%
营业开支	253,834	301,070	373,327	497,097	619,470	净利率 (%)	39.4%	40.5%	41.9%	42.0%	43.4%
- 行政管理费用	60,873	83,745	96,218	124,274	160,603	营运表现					
- 市场营销费用	10,591	13,144	15,395	23,899	28,679	行政管理费用/收入 (%)	2.8%	2.9%	2.5%	2.6%	2.8%
- 研究和开发开支	182,370	204,182	261,714	348,924	430,188	市场营销费用/收入 (%)	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%
营业利润	921,466	1,322,053	1,858,937	2,299,073	2,793,352	研究和开发费用/收入 (%)	8.4%	7.1%	6.8%	7.3%	7.5%
- 利息支出	0	0	0	0	1	实际税率 (%)	13.1%	16.6%	16.0%	15.0%	13.0%
- 营业外亏损净额	57,851	83,787	62,349	64,527	68,830	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
税前利润	979,316	1,405,840	1,921,287	2,363,600	2,862,182	应收账款天数	36.59	29.89	30.00	30.50	31.00
- 所得税支出	128,289	233,407	307,406	354,540	372,084	应付账款天数	20.46	18.47	19.00	19.10	19.30
净利润	851,028	1,172,433	1,613,881	2,009,060	2,490,098	财务状况					
折旧与摊销	532,191	653,611	714,392	800,119	880,130	总负债/总资产	37.0%	36.1%	30.6%	25.7%	21.4%
主营业务增长 (%)	-5%	34%	33%	24%	20%	收入/净资产	24.4%	27.4%	29.3%	28.3%	27.4%
						经营性现金流/净利润	146.0%	155.8%	135.2%	133.6%	129.6%
资产负债表						现金流量表					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
+ 现金与现金等同	1,465,428	2,127,627	2,861,777	3,940,726	5,394,936	+ 税前利润	979,316	1,405,840	1,921,287	2,363,600	2,862,182
+ 短期投资	27,159	63,138	63,138	63,138	63,138	+ 折旧、摊销	532,191	653,611	714,392	800,119	880,130
+ 应收账款与票据	202,010	272,088	360,580	438,232	536,074	+ 其他调整	-52,668	-62,984	0	0	0
+ 其他流动资产	498,512	625,291	704,998	768,724	835,325	+ 非现金运营资本变动	-56,852	13,351	-145,511	-124,757	-142,998
总计流动资产	2,194,033	3,088,352	3,990,701	5,211,028	6,829,682	+ 递延所得税	-159,875	-183,640	-307,406	-354,540	-372,084
+ 权益性投资	29,617	37,248	37,248	37,248	37,248	经营活动现金流量	1,242,112	1,826,177	2,182,762	2,684,421	3,227,231
+ 厂房及设备	3,064,475	3,234,980	3,589,200	3,964,555	4,377,444	+ 厂房设备处置	704	895	0	0	0
- 累计折旧						+ 资本支出	-949,817	-956,007	-1,068,612	-1,175,473	-1,293,020
+ 无形资产	22,767	26,283	26,283	26,283	26,283	+ 收购、赎回、处置项目	-61,493	-67,145	0	0	0
+ 其他长期资产	221,480	304,902	304,902	304,902	304,902	+ 各类收益	3,650	3,833	0	0	0
总计长期资产	3,338,338	3,603,413	3,957,633	4,332,987	4,745,877	+ 其他投资活动	100,836	153,581	0	0	0
总资产	5,532,371	6,691,765	7,948,334	9,544,015	11,575,559	投资活动现金流量	-906,121	-864,843	-1,068,612	-1,175,473	-1,293,020
+ 应付账款	55,727	72,801	95,489	112,110	133,556	+ 债务净额变化	27,909	-26,497	0	0	0
+ 其他短期负债	857,857	1,235,855	1,235,855	1,235,855	1,235,855	+ 现金股利	-291,722	-363,055	-380,000	-430,000	-480,000
总计流动负债	913,583	1,308,656	1,331,344	1,347,966	1,369,412	+ 其他融资活动	58,919	43,251	0	0	0
+ 其他长期负债	221,625	177,233	177,233	177,233	177,233	融资所得现金	-204,894	-346,301	-380,000	-430,000	-480,000
总长期负债	1,135,525	1,103,837	1,103,837	1,103,837	1,103,837	+ 汇率变动	-8,339	47,166	0	0	0
总负债	2,049,108	2,412,493	2,435,182	2,451,803	2,473,249	现金净增减	122,759	662,199	734,150	1,078,949	1,454,211
总股东权益	3,483,263	4,279,272	5,513,152	7,092,212	9,102,310	现金余额	1,465,428	2,127,627	2,861,777	3,940,726	5,394,936

資料來源: 公司資料, 第一上海預測