

互联网

AI 和利润率扩张仍为关键投资主题

美国互联网和软件公司在 1Q24 的营收增长表现喜忧参半：广告和云服务的收入增长呈现出重新加速的趋势，而 SaaS 的收入增长则环比略有下降。然而，在劳动力成本优化、规模经济提升及运营效率提升的推动下，软件互联网公司的利润率稳步扩张趋势在 1Q 进一步显现，且我们认为趋势有望在 2Q24 延续，尽管下半年或将面临更高的利润率基数。AI 相关变现及利润率扩张仍是互联网及软件公司的关键投资主题，且行业股票表现有望对未来的降息反应积极，尽管降息预期或已部分反映在股价中。选股方面，我们推荐微软（MSFT US；买入；在生成式人工智能快速发展及其变现的浪潮中处于有利位置）、亚马逊（AMZN US；买入；利润率稳步扩张或仍有望超出市场预期）以及 ServiceNow（NOW US；买入；cRPO 的稳健增长和盈利能力扩张有望持续）。

■ **美国 SaaS 行业：应对客户持续收紧的 IT 预算。**在客户持续收紧 IT 预算的大环境下，美国 SaaS 行业增长放缓。1 季度 Salesforce 和 ServiceNow cRPO 同比增速放缓至+10/+21%（4Q23：同比增长+12/+24%；3Q23：同比增长14/27%）。短期来看，企业对于生成式 AI 的兴趣尚未转化为可观的收入贡献以抵消客户谨慎的 IT 支出。我们认为 SaaS 公司仍需要时间应对客户持续收紧的 IT 预算并推动收入重新加速增长。行业中我们首选 ServiceNow，主要考虑公司 cRPO 的韧性表现、良好的财务指标以及生成式 AI 产品的快速发展。

■ **伴随云支出优化行为的完成和 AI 云的快速发展，云收入增长重新加速。**伴随企业基本完成云支出优化，以及 AI 服务云收入贡献的提升，超大规模企业（微软、谷歌、亚马逊）的云收入合计同比增长在 1Q24 重新加速至 24%（1Q23：21%；4Q23：21%）。随着规模效应的增强、劳动力成本的优化以及服务器预计使用寿命的变化，所有超大规模企业的云服务营业利润率都有所扩张，我们预计这种扩张有望在 2024E 年持续。此外，所有超大型企业都注意到，现阶段与人工智能相关的需求仍然供不应求，并计划继续增加资本投资以满足需求。

■ **美国广告行业：预期 2H24 增速有所放缓。**1H24 美国广告平台在低基数上较快复苏。1Q24 美国主要广告平台广告总收入同比增长 18%至 992 亿美元（3Q23/4Q23：+14/15%）。Meta 和 Alphabet 均指出零售行业（尤其是中国电商平台）的强劲广告需求是主要增长因素之一，中国电商平台自 1Q23 疫后放开以来持续在海外平台增加广告投放预算。然而我们预计美国广告平台收入将自 2H24 逐渐放缓，主因广告平台面临更高基数（同比缺少中国电商平台的投放增量）以及生成式 AI 带来的收益仍然相对有限。

■ **生成式 AI 变现仍处早期阶段，但正稳步提升。**生成式 AI 的变现主要集中在三个方面：1) 在 AI 云上提供基础设施相关服务；2) 利用生成式 AI 能力为现有产品组合赋能，实现现有订阅套餐的提价；3) 转变人机交互形式，探索新的广告模式。虽然生成式 AI 变现仍处于早期阶段，但正在稳步发展，我们认为其有望推动未来收入和盈利的共同增长。

优于大市
(维持)

互联网 行业

贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陶治
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

相关报告:

1. [Salesforce \(CRM US\) -cRPO growth moderating on macro headwind – 31 May](#)
2. [Amazon \(AMZN US\) – Steady margin expansion ongoing – 2 May](#)
3. [Alphabet \(GOOG US\) - 1Q24 earnings beat on efficiency gain: GenAI development on track – 29 Apr](#)
4. [Microsoft \(MSFT US\) - AI related demand remained strong – 29 Apr](#)
5. [Meta \(Meta US\) -Launch of the AI investment cycle – 26 April](#)
6. [ServiceNow \(NOW US\) - Strong adoption of GenAI solutions – 26 Apr](#)
7. [Microsoft \(MSFT US\) initiation: AI and Copilot unlocking growth potential – 22 Feb](#)
8. [Amazon \(AMZN US\) initiation: Steady ship heading for new growth stage – 22 Feb](#)
9. [US digital ad initiation: AI-empowered digital transformation – 21 Feb](#)
10. [US Software initiation: Best proxy to benign interest-rate environment – 30 Jan](#)

目录

投资主题与主要股票催化剂.....

3

美国互联网与软件行业：1Q24 回顾.....

5

美国 SaaS 行业：应对谨慎支出环境.....

6

云服务：成本优化和 AI 云业务扩张带动收入增速再提升

8

美国广告行业：预计 2H24 收入增长将有所放缓.....

10

电商：美国零售增长常态化，国际业务和利润扩张符合预期

13

生成式 AI 商业化仍处于早期阶段，但正在稳步推进

16

投资主题与主要股票催化剂

微软 (MSFT, 买入, 目标价: 471.9 美元) : 鉴于其一体化的产品组合、与 OpenAI 的独家合作关系、庞大的消费者和企业客户群以及强大的研发能力, 微软已做好充分准备, 在新一代人工智能的快速发展与相关货币化的浪潮中乘风破浪。我们仍然看好微软的长期增长潜力, 并相信在生成式 AI 的赋能下, 微软所有主要产品组合的市场份额都有望进一步提升。我们基于 DCF 的目标价为 471.9 美元, 对应 33.3 倍的 25 财年市盈率。**主要收入增长驱动力:** 1) 在 Copilot 货币化加速的助推下, 25 财年 (财年结于 6 月) 生产力和业务流程收入增长重新加速; 2) 云服务收入稳步增长。**主要催化剂:** 1) 2Q24 业绩好于预期; 2) 生成式 AI 相关产品和服务的货币化稳步提升。

亚马逊 (AMZN, 买入, 目标价: 211.0 美元) : 亚马逊在结构性的利润率扩张上处于正轨, 我们预计该趋势在 2024 年将延续, 主因: 1) 利润率相对较高的广告和 AWS 业务营收占比增加; 2) 得益于成本优化和规模经济的增长推动 AWS 利润率改善; 3) 区域化举措推动北美地区业务的利润率扩张。尽管资本支出投资增加, 但亚马逊的利润率扩张或仍有望如预期持续, 因为资本开支规模较为可控, 且这有望支持云计算收入的长期增长。我们的目标价为 211.0 美元, 基于 18.8 倍的 2024E EV/EBITDA。**主要收入增长驱动力:** 1) 第三方卖家服务 (占 2024E 年收入的 25%, 我们预计 2024E 年将同比增长 15%); 2) AWS (占 2024E 年收入的 17%, 2024E 年同比增长 17%); 3) 广告服务 (占 2024E 年收入的 9%, 同比增长 24%)。**主要催化剂:** 2Q24 业绩利润率扩张好于预期。

Alphabet (GOOG US, 买入, 目标价: 185.5 美元) : 我们对 Alphabet 24-26 财年的盈利增长前景保持乐观, 主要得益于其核心搜索业务的韧性、AI 货币化机会以及为控制费用增长而采取的措施。公司在 1QFY24 进一步提高了股东回报, 宣布每股派息 0.20 美元, 并推出 700 亿美元的新股回购计划 (约占市值的 4%)。AI 有望继续提升谷歌的搜索体验, 并为其云业务创造新的盈利机会。我们的目标价为 185.5 美元, 基于 27 倍的 FY 24 市盈率。**主要收入增长驱动力:** 1) 谷歌服务营收 (占 24 财年营收的 87%, 我们预计将同比增长 10%); 2) 谷歌云营收 (占 24 财年营收的 12%, 同比增长 27%); 3) 其他业务 (占 24 财年营收的 1%, 同比增长 50%)。**主要催化剂:** 1) 生成式 AI 增强了搜索体验, 创造了新的货币化机会; 2) 利润率扩张好于预期。

Meta (META US, 买入, 目标价: 542.0 美元) : 伴随基数效应的减弱以及中国广告主强劲需求产生的积极影响减弱, 我们预计 Meta 的收入增速将在下半年有所放缓。管理层预计将启动多年的投资周期, 以建立全面的 AI 能力, 并加强货币化。因此, 该公司上调了 24 财年资本支出/总支出指引, 我们预计这将放缓 Meta 在 24/25E 财年的利润率扩张节奏。尽管如此, 我们预计这笔投资将帮助 Meta 在生成式 AI 领域建立领导地位, 并抓住长期机遇。我们的目标价为 542.0 美元, 基于 27 倍的 24 财年市盈率。**主要收入增长驱动力:** 1) 广告收入 (占 24 财年收入的 98%, 同比增长 17%); 2) Reality Labs 及其他收入 (占 24 财年收入的 2%, 同比增长 19%)。**主要催化剂:** 1) Reels 和商业信息等新广告形式的货币化效果好于预期; 2) AI 支持下的广告货币化改善; 3) 股东回报提升。

ServiceNow (NOW US, 买入, 目标价: 895.0 美元) : 我们看好 ServiceNow, 因为其 cRPO 的表现具备韧性, 财务状况良好, 且生成式 AI 产品正在逐步推进。ServiceNow 的生成式 AI 产品继续保持强劲势头。迄今为止, 由 AI 驱动的 Pro Plus 产品的年度净新合同价值 (NNACV) 已经超过了 ServiceNow 在可比期间推出的任何新产品。公司的生成式 AI 产品捆绑在 1Q24 前十大交易中的七项。该公司还利用生成式 AI 来提高自身的运营效率 (如文本到代码的生成式 AI 工具), 我们预计这将进一步支撑其利润率的长期扩张。我们的目标价为 895.0 美元, 基于 24 财年 50 倍的 EV/EBITDA。**主要收入增长驱动力:** 1) 技术工作流 (占 1Q24 NNACV 的 52%); 2) 客户与员工工作流 (占 1Q24 NNACV 的

30%)；3) 创作者 workflow 及其他（占 1Q24 NNACV 的 18%）。主要催化剂：1) Pro Plus 订阅产品的销售好于预期。

Salesforce (CRM US, 买入, 目标价: 335.0 美元)：Salesforce 的 cRPO 增长仍面临压力，主因客户购买行为更加谨慎，以及 1Q24 市场策略的变化。在人工智能方面，Salesforce 对其数据云解决方案的需求依然强劲，但我们认为这尚未抵消客户预算较为谨慎的影响。Salesforce 仍致力于提高运营效率并提升利润率水平，将 25 财年非 GAAP 营业利润率指引维持在 32.5%（同比增长 2 个百分点）。我们仍然预计它将释放运营杠杆。我们的目标价为 335.0 美元，基于 20 倍的 25 财年 EV/EBITDA。**主要收入增长驱动力：**1) 销售云（占 25 财年营收的 22%；我们预计同比增长 8%）；2) 服务云（占 25 财年营收的 23%；同比增长 8%）；3) 平台和其他（占 25 财年营收的 19%；同比增长 7%）；4) 营销和商务（占 25 财年营收的 14%；同比增长 7%）；以及 5) 整合和分析（占 25 财年营收的 16%；同比增长 19%）。**主要催化剂：**1) Einstein 1 订阅套餐的采用速度快于预期；2) 整体 IT 需求复苏。

美国互联网与软件行业：1Q24 回顾

美国互联网和软件公司在 1Q24 的营收增长表现喜忧参半：广告和云服务的收入增长呈现出重新加速的趋势，而 SaaS 的收入同比增速则环比略有下降。然而，在劳动力成本优化、规模经济提升及运营效率提升的推动下，软件互联网公司的利润率稳步扩张趋势在 1Q 进一步显现，且我们认为趋势有望在 2Q24 延续，尽管下半年或将面临更高的利润率基数。AI 相关变现及利润率扩张仍是互联网及软件公司的关键投资主题，且行业股票表现有望对未来的降息反应积极，尽管降息预期或已部分反映在股价中。选股方面，我们推荐微软（MSFT US; 买入；在生成式人工智能快速发展及其变现的浪潮中处于有利位置），亚马逊（AMZN US; 买入；利润率稳步扩张或仍有望超出市场预期），以及 ServiceNow（NOW US; 买入；cRPO 的稳健增长和盈利能力扩张有望持续）。

图 1: 全球互联网及软件：可比估值

公司	股票代码	股价	市值	PE (x)		PS (x)		PEG	收入 CAGR	EPS CAGR	自由现金流率
		(LC)	(百万美元)	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	23-25E	23-25E	2024E
美国											
微软	MSFT US	449.8	3,342,903	38.1	33.8	13.7	11.9	2.0	15%	18%	28%
Alphabet	GOOGL US	179.6	2,219,868	23.4	20.6	7.5	6.8	1.1	13%	20%	26%
亚马逊	AMZN US	189.1	1,967,685	34.9	28.8	3.1	2.8	1.1	12%	31%	10%
Meta	META US	494.8	1,255,026	23.5	20.7	7.9	7.0	0.9	16%	27%	28%
Tesla	TSLA US	183.0	583,655	NA	NA	5.9	5.0	NA	10%	4%	2%
Netflix	NFLX US	686.1	295,650	37.0	30.8	7.6	6.8	1.0	14%	35%	17%
Adobe	ADBE US	533.4	238,981	29.6	26.2	11.1	10.0	2.0	11%	13%	37%
Salesforce	CRM US	245.1	237,463	29.9	24.7	6.8	6.3	0.7	11%	42%	27%
Intuit	INTU US	632.2	176,716	37.6	33.0	10.9	9.7	2.1	13%	16%	32%
ServiceNow	NOW US	749.3	153,613	NA	46.3	14.1	11.7	NA	21%	25%	31%
Uber	UBER US	70.2	146,705	NA	29.7	3.4	2.9	NA	16%	79%	13%
Shopify	SHOP US	65.0	83,786	NA	NA	9.8	8.1	NA	21%	34%	15%
Workday	WDAY US	219.1	58,059	38.1	32.2	8.0	6.9	1.0	16%	39%	26%
Snowflake	SNOW US	127.8	42,787	NA	NA	15.3	12.3	NA	30%	66%	28%
平均				32.5	29.7	8.9	7.7				
中国											
腾讯	700 HK	381.4	459,774	17.2	15.3	5.0	4.6	0.9	9%	19%	27%
拼多多	PDD US	143.9	199,789	12.3	9.5	3.5	2.6	0.2	52%	62%	40%
阿里巴巴	BABA US	73.7	178,148	8.7	7.9	1.3	1.2	2.1	8%	4%	15%
美团	3690 HK	116.2	92,693	19.2	14.1	2.0	1.8	0.4	17%	47%	6%
平均				14.4	11.7	2.9	2.5				
韩国											
Kakao	035720 KS	43,150.0	13,969	46.3	34.3	2.2	2.0	1.5	9%	31%	12%
Naver	035420 KS	167,600.0	19,808	17.7	16.6	2.6	2.3	1.9	10%	9%	15%
Netmarble	251270 KS	53,700.0	3,359	51.3	29.2	1.6	1.6	1.1	2%	46%	6%
NCSOFT Corp	036570 KS	195,300.0	3,120	25.2	16.0	2.6	2.1	0.7	17%	35%	7%
平均				35.1	24.0	2.2	2.0				
日本											
Nintendo	7974 JP	8,482.0	69,906	31.4	26.9	7.6	6.1	2.0	17%	16%	21%
Nexon	3659 JP	2,892.0	15,426	22.1	19.7	5.4	4.9	2.6	8%	8%	24%
Konami	9766 JP	10,970.0	9,990	24.0	21.7	4.0	3.8	2.6	6%	9%	17%
Capcom	9697 JP	2,915.0	9,860	31.1	28.4	9.2	8.7	3.6	6%	9%	24%
平均				27.2	24.2	6.6	5.9				

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：截至 2024 年 6 月 21 日收盘

美国 SaaS 行业: 应对谨慎支出环境

在谨慎的购买环境下, 美国 SaaS 行业出现减速。Salesforce 和 ServiceNow 的 cRPO 增长在 1Q24 放缓至同比增长+10/+21% (4Q23: 同比增长+12/+24%; 3Q23: 同比增长+14/27%)。企业对生成式 AI 的兴趣尚未转化为有意义的收入贡献或抵消客户谨慎的购买行为。我们认为, SaaS 提供商仍需要时间来适应谨慎支出环境, 并重新加速收入增长。因此, 我们预计 SaaS 平台的收入增长在下半年仍将面临压力。总体而言, 我们看好 ServiceNow, 因为其 cRPO 的表现具备韧性, 财务状况良好, 且符合 "50 法则"。ServiceNow 的生成式 AI 订阅量增长仍处正常轨道 (与同期推出的所有新产品相比, NNACV 最高), 我们认为这将在长期内提升该公司的 TAM (已实现 30% 的定价提升空间)。

图 2: 美国 SaaS 行业: 分季度营收变化趋势

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
营收(百万美元)													
Salesforce	5,963	6,340	6,863	7,326	7,411	7,720	7,837	8,384	8,247	8,603	8,720	9,287	9,133
ServiceNow	1,360	1,409	1,512	1,615	1,722	1,752	1,831	1,940	2,096	2,150	2,288	2,437	2,603
Adobe	3,905	3,835	3,935	4,110	4,262	4,386	4,433	4,525	4,655	4,816	4,890	5,048	5,182
Intuit	4,173	2,561	2,007	2,673	5,632	2,414	2,597	3,041	6,018	2,712	2,978	3,386	6,737
合计	15,401	14,145	14,317	15,724	19,027	16,272	16,698	17,890	21,016	18,281	18,876	20,158	23,655
营收同比增长													
Salesforce	23%	23%	27%	26%	24%	22%	14%	14%	11%	11%	11%	11%	11%
ServiceNow	30%	32%	31%	29%	27%	24%	21%	20%	22%	23%	25%	26%	24%
Adobe	26%	23%	22%	20%	9%	14%	13%	10%	9%	10%	10%	12%	11%
Intuit	39%	41%	52%	70%	35%	-6%	29%	14%	7%	12%	15%	11%	12%
合计	28%	27%	29%	30%	24%	15%	17%	14%	10%	12%	13%	13%	13%

资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

图 3: 美国 SaaS 行业: cRPO/账单变化趋势

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
cRPO (百万美元)													
Salesforce	17,800	18,700	18,800	22,000	21,500	21,500	20,900	24,600	24,100	24,100	23,900	27,600	26,400
ServiceNow	4,420	4,750	4,960	5,680	5,690	5,750	5,870	6,940	7,010	7,200	7,430	8,600	8,450
Adobe (billings)	4,431	3,833	4,037	4,603	4,798	3,848	4,500	4,996	4,718	4,720	4,992	5,515	5,342
Intuit (billings)	4,071	2,588	1,929	2,889	5,557	2,475	2,492	3,190	5,995	2,804	2,824	3,506	6,693
cRPO 同比增长													
Salesforce	23%	23%	23%	22%	21%	15%	11%	12%	12%	12%	14%	12%	10%
ServiceNow	34%	36%	31%	29%	29%	21%	18%	22%	23%	25%	27%	24%	21%
Adobe	38%	29%	26%	23%	8%	0%	11%	9%	-2%	23%	11%	10%	13%
Intuit	36%	43%	55%	64%	37%	-4%	29%	10%	8%	13%	13%	10%	12%

资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

ServiceNow: Servicenow 1QFY24 实现总收入 26.0 亿美元, 同比增长 24%。受益于 1Q24 好于预期的交易并购, 1Q24 cRPO 按固定汇率计算同比增长 21%, 较预期高出 100 个基点。按固定汇率计算, 管理层预计 2QFY24 订阅收入/cRPO 将同比增长 22%/20.5%。1QFY24 订阅收入同比增长 25%, 达到 25.2 亿美元, 其中 TMT/教育/交通行业表现强劲。在其经营杠杆的推动下, 非 GAAP 运营利润率在 1Q24 年同比增长 4.4 个百分点, 环比增长 1.4 个百分点, 达 30.4%。公司还利用生成 AI 提高自身的运营效率 (如文生编码生成式

AI 工具），我们预计这有望进一步支撑其利润率的长期扩张。我们预计，24 财年非 GAAP 营业利润率将同比增长 1.2 个百分点，达 28.9%。我们看好 ServiceNow 的强劲财务状况，认为其符合 50 法则（1QFY24 FCF 利润率+总收入增长率大于 70%），这也是其相对于同行溢价交易的理由。

图 4: ServiceNow: 季度财务数据

(百万美元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
订阅收入	1,631	1,658	1,742	1,860	2,024	2,075	2,216	2,365	2,523
同比增长%	26.1%	24.7%	22.1%	22.1%	24.1%	25.2%	27.2%	27.2%	24.7%
专业服务及其他	91	94	89	80	72	75	72	72	80
同比增长%	35.8%	19.0%	4.7%	-13.0%	-20.9%	-20.2%	-19.1%	-10.0%	11.1%
总收入	1,722	1,752	1,831	1,940	2,096	2,150	2,288	2,437	2,603
同比增长%	26.6%	24.3%	21.1%	20.1%	21.7%	22.7%	25.0%	25.6%	24.2%
毛利润	1,353	1,363	1,431	1,525	1,658	1,679	1,792	1,921	2,083
毛利率	78.6%	77.8%	78.2%	78.6%	79.1%	78.1%	78.3%	78.8%	80.0%
非 GAAP 营业利润	437	399	480	544	552	544	676	717	791
非 GAAP 营业利润率	25.4%	22.8%	26.2%	28.0%	26.3%	25.3%	29.5%	29.4%	30.4%
非 GAAP 净利润	352	329	398	464	483	486	603	643	707
同比增长%	15.0%	14.6%	26.8%	56.8%	37.2%	47.7%	51.5%	38.6%	46.4%
非 GAAP 净利率	20.4%	18.8%	21.7%	23.9%	23.0%	22.6%	26.4%	26.4%	27.2%

资料来源：公司数据，招银国际环球市场

Salesforce: 1QFY25 收入同比增长 11%至 91.3 亿美元。然而，市场关注 1QFY25 cRPO 年增长率降至 10%（4QFY24：年增长率为 12%），低于公司的指引（年增长率 11%），主因客户的购买行为更加谨慎，以及 Salesforce 市场策略改变。考虑到宏观不利因素，管理层将 25 财年订阅与支持收入的增长预期下调至略低于 10%（24 财年：同比增长 10%）。尽管如此，管理层仍然致力于提高生产率和扩大利润率，将 25 财年非 GAAP 运营利润率指导值维持在 32.5%（同比增长 2 个百分点）。

图 5: Salesforce: 季度财务数据

(百万美元)	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25
产品销售	1,632	1,695	1,717	1,787	1,810	1,895	1,906	1,969	1,998
同比增长%	17.6%	14.8%	11.6%	12.7%	10.9%	11.8%	11.0%	10.2%	10.4%
服务	1,761	1,828	1,856	1,924	1,964	2,049	2,074	2,158	2,182
同比增长%	16.9%	14.3%	11.9%	12.5%	11.5%	12.1%	11.7%	12.2%	11.1%
平台 & 其他	1,419	1,478	1,513	1,557	1,567	1,638	1,686	1,720	1,718
同比增长%	55.4%	52.5%	18.5%	15.3%	10.4%	10.8%	11.4%	10.5%	9.6%
营销 & 商务	1,089	1,121	1,129	1,177	1,170	1,238	1,230	1,274	1,282
同比增长%	21.7%	17.4%	12.2%	12.5%	7.4%	10.4%	8.9%	8.2%	9.6%
集成与分析	955	1,021	1,018	1,344	1,131	1,186	1,245	1,627	1,405
同比增长%	14.5%	11.8%	13.1%	18.3%	18.4%	16.2%	22.3%	21.1%	24.2%
总收入	7,411	7,720	7,837	8,384	8,247	8,603	8,720	9,287	9,133
同比增长%	24.3%	21.8%	14.2%	14.4%	11.3%	11.4%	11.3%	10.8%	10.7%
非 GAAP 营业利润	1,308	1,536	1,777	2,447	2,274	2,721	2,717	2,920	2,928
同比增长%	8.5%	19.0%	30.9%	123.3%	73.9%	77.1%	52.9%	19.3%	28.8%
非 GAAP 营业利润率	17.6%	19.9%	22.7%	29.2%	27.6%	31.6%	31.2%	31.4%	32.1%
非 GAAP 净利润	982	1,190	1,398	1,656	1,674	2,094	2,068	2,251	2,407
同比增长%	-13.9%	-15.1%	9.8%	96.4%	70.5%	76.0%	47.9%	35.9%	43.8%
非 GAAP 净利率	13.3%	15.4%	17.8%	19.8%	20.3%	24.3%	23.7%	24.2%	26.4%

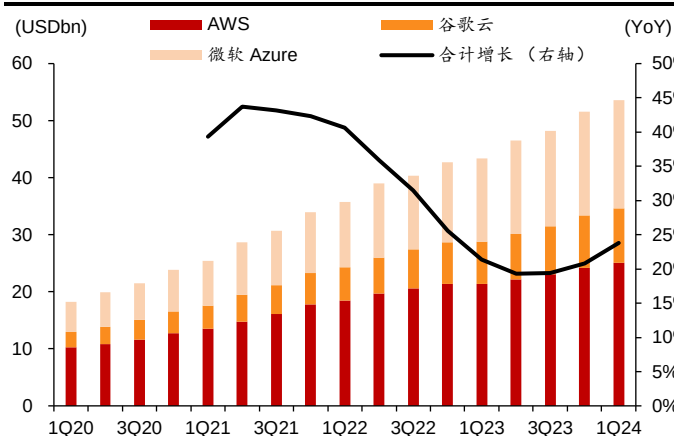
资料来源：公司数据，招银国际环球市场

云服务：成本优化和 AI 云业务扩张带动收入增速再提升

随着企业基本实现云服务成本优化，且 AI 服务的收入贡献不断提升，1Q24 头部云厂商（微软、谷歌、亚马逊）的云收入增速同比增长至 24%（1Q23: 21%；4Q23: 21%）。得益于规模效应增强、劳动力成本优化以及服务器预计使用寿命的提升，2024 年头部云厂商的云服务营业利润将持续扩张，尽管由于高基数（因为大多数成本优化计划始于 2H23），2H24 的扩张速度或放缓。目前 AI 相关的服务仍供不应求，几乎所有云厂商都指引将继续加大 AI 云相关的资本开支，我们认为这为 2H24 云收入的稳定增长提供有力支撑。

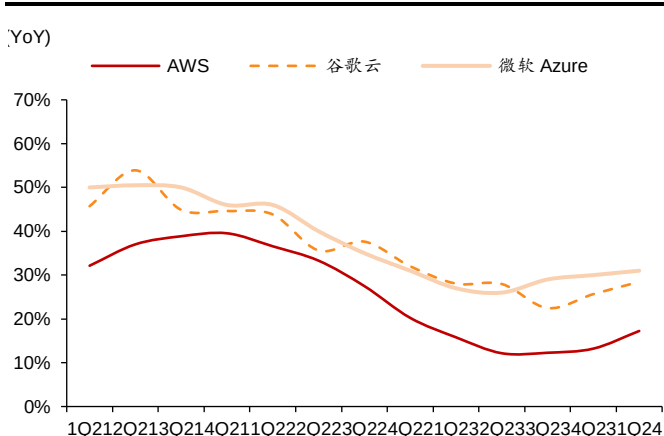
1Q24 亚马逊云收入为 250 亿美元，同比增长 17.2%（1Q23: 16%；4Q23: 13%）。管理层表示公司已基本完成成本优化并将重点转向新的领域。此外，管理层强调，公司在人工智能方面取得了长足的发展势头，在该领域的预计收入已达到数十亿美元，我们认为这将推动亚马逊云在 2024 年第二季度至第四季度的收入稳步增长。

图 6：云厂商巨头的收入和增速



资料来源：公司数据，招银国际环球市场

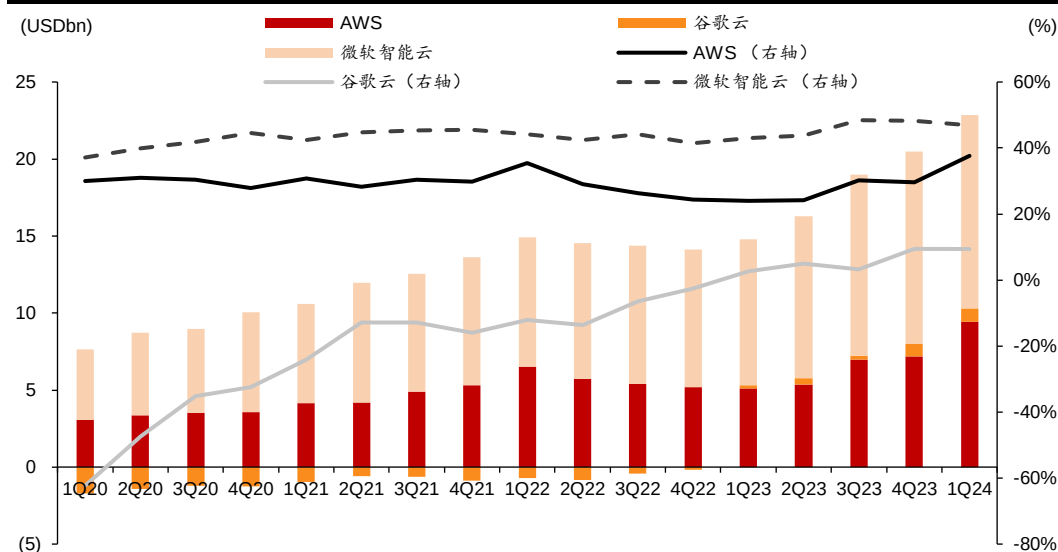
图 7：云厂商收入同比增速



资料来源：公司数据，招银国际环球市场

而微软在 1Q24 智能云（IC）部门的季度收入同比增长 21% 至 267 亿美元，其中 Azure 和其他云服务收入同比增长 31%，AI 相关云服务贡献了 7 个百分点（1QFY24: 3 个百分点；2Q24: 6 个百分点）。管理层表示当前 AI 相关需求仍超过公司供给，并将持续追加资本投入。此外，管理层强调了大型 Azure 交易量增长趋势：1 亿美元以上的 Azure 交易量同比增长超过 80%，其中 1,000 万美元以上的交易量在 1Q24 增长了一倍多，良好的交易量增长势头或有望支撑 2H24 Azure 收入增长趋势延续。

图 8：云厂商巨头：云服务的营业利润及营业利润率

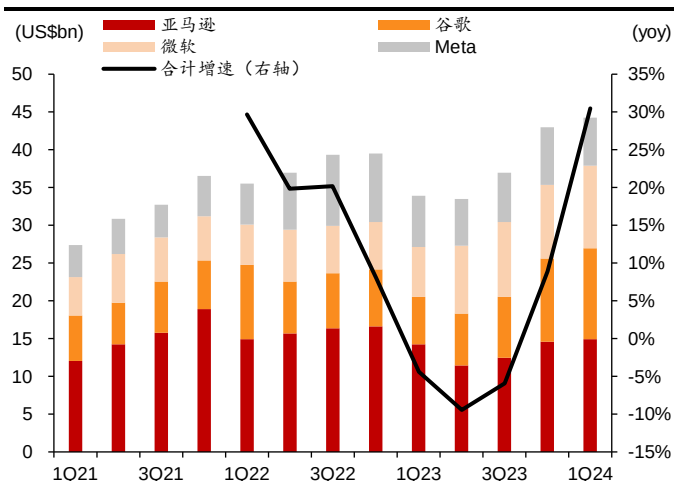


资料来源：公司数据，招银国际环球市场

注：由于微软没有披露 Azure 的独立财务业绩，我们使用微软智能云部门而非 Azure 的营业利润和利润率进行比较。

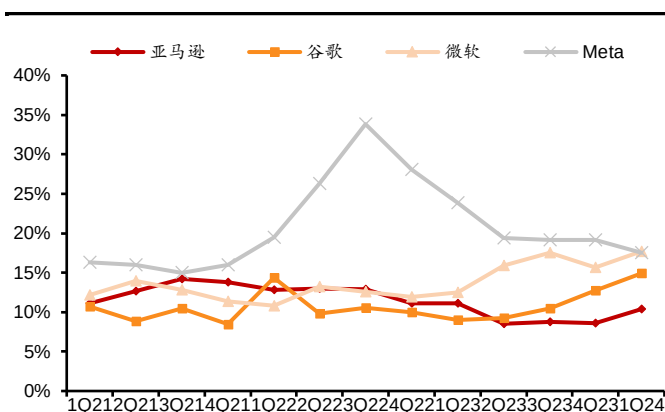
亚马逊云部门 1Q24 的营业利润为 94 亿美元，营业利润率为 37.6%（1Q23：24.0%；4Q23：29.6%），主要得益于服务器预计使用寿命的变化以及劳动力成本优化举措。管理层预计亚马逊云的营业利润率可能受投资水平影响出现波动，但同时公司仍将重点提高经营效率。微软 IC 的营业利润同比增长 32.0%至 125 亿美元，营业利润率为 46.9%，同比增长 4.0 个百分点。在劳动力成本优化、规模效应增强以及利润率相对较高的 AI 相关云服务收入的贡献推动下，我们认为，尽管所有云厂商均指引将增加对基础设施的投资以满足增量业务需求，所有大规模云厂商仍有望在 2024 年实现利润率进一步同比增长。

图 9：云厂商巨头：资本支出及增速



资料来源：公司数据，彭博，招银国际环球市场

图 10：云厂商巨头：资本支出占收入的比重



资料来源：公司数据，彭博，招银国际环球市场

对于大规模云厂商和龙头 TMT 公司的未来资本支出趋势，1Q24 微软、亚马逊、苹果、Meta 和谷歌（MAAMG）的资本支出总计 463 亿美元，同比增长 26%（1Q23：同比增长-3%；4Q23：同比增长 5%），我们将其归因于对云基础设施的额外投资以支撑长期发展。2024/2025 年彭博一致预测 MAAMG 资本支出合计同比增长 34/9%。

图 11: MAAMG 公司的年度和季度资本支出

(US\$bn)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
微软	23.9	28.1	44.5	52.2	56.5	5.3	6.9	6.3	6.3	6.6	8.9	9.9	9.7	11.0
同比增速	16%	18%	58%	17%	8%	5%	6%	8%	7%	24%	30%	58%	55%	66%
亚马逊	63.6	52.7	63.4	68.2	67.5	15.0	15.7	16.4	16.6	14.2	11.5	12.5	14.6	14.9
同比增速	4%	-17%	20%	8%	-1%	24%	10%	4%	-12%	-5%	-27%	-24%	-12%	5%
谷歌	31.5	32.3	47.6	49.3	50.5	9.8	6.8	7.3	7.6	6.3	6.9	8.1	11.0	12.0
同比增速	28%	2%	48%	3%	3%	65%	24%	7%	19%	-36%	1%	11%	45%	91%
Meta	31.4	27.3	37.5	41.5	44.0	5.4	7.6	9.4	9.0	6.8	6.2	6.5	7.7	6.4
同比增速	68%	-13%	38%	11%	6%	27%	63%	116%	68%	26%	-18%	-30%	-15%	-6%
苹果	10.7	11.0	9.7	10.6	10.0	2.5	2.1	3.3	3.8	2.9	2.1	2.2	2.4	2.0
同比增速	-3%	2%	-12%	10%	-6%	11%	0%	2%	35%	16%	0%	-34%	-37%	-32%
MAAMG 总支出	161.2	151.3	202.7	221.7	228.6	38.0	39.1	42.6	43.3	36.9	35.6	39.2	45.4	46.3
同比增速	18%	-6%	34%	9%	3%	28%	19%	19%	10%	-3%	-9%	-8%	5%	26%

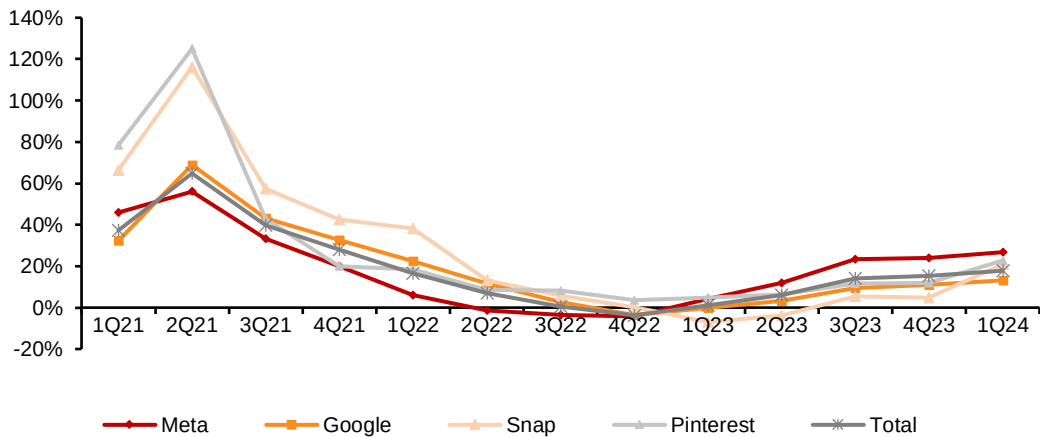
资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：1) 年度数据采用微软 22-26E 财年数据进行比较，因为其财年截至 6 月 30 日；2) 数据截至 2024 年 6 月 24 日。

美国广告行业：预计 2H24 收入增长将有所放缓

全球广告需求正在从低基数中复苏。1Q24 主要广告平台的总收入同比增长 18%至 992 亿美元（3Q23/4Q23: +14/15%）。Meta 和 Alphabet 均指出主要增长动力源于零售垂直行业的强劲广告需求，尤其是中国的在线零售商，自 1Q23 中国重新开放以来不断扩大广告投入预算。此外，人工智能也有助于提升用户参与度和转化率，推动广告库存和需求增长。展望未来，我们预计 2H24 广告收入增速将有所放缓，主因广告平台面临更高基数（同比缺少中国电商平台的投放增量）以及生成式 AI 带来的收益仍然相对有限。而随着公司对 AI 投资的增加，2H24 利润率的扩张速度可能有所放缓。

图 12: 美国广告：季度收入同比增速



资料来源：公司数据，招银国际环球市场

图 13: 美国广告: 季度收入变化趋势

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
广告收入 (百万美元)													
Meta	25,439	28,580	28,276	32,639	26,998	28,152	27,237	31,254	28,101	31,498	33,643	38,706	35,635
谷歌	44,684	50,444	53,130	61,239	54,661	56,288	54,482	59,042	54,548	58,143	59,647	65,517	61,659
Snap	770	982	1,067	1,298	1,063	1,111	1,128	1,300	989	1,068	1,189	1,361	1,195
Pinterest	485	613	633	847	575	666	685	877	603	708	763	981	740
总收入	71,378	80,619	83,106	96,023	83,297	86,217	83,532	92,473	84,240	91,417	95,242	106,566	99,229
广告收入同比增速													
Meta	46%	56%	33%	20%	6%	-1%	-4%	-4%	4%	12%	24%	24%	27%
谷歌	32%	69%	43%	33%	22%	12%	3%	-4%	0%	3%	9%	11%	13%
Snap	66%	116%	57%	42%	38%	13%	6%	0%	-7%	-4%	5%	5%	21%
Pinterest	78%	125%	43%	20%	18%	9%	8%	4%	5%	6%	11%	12%	23%
总增速	37%	65%	40%	28%	17%	7%	1%	-4%	1%	6%	14%	15%	18%

资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

Meta: 1Q24 总收入同比增长 27% 至 365 亿美元。1Q24 广告收入同比增长 27% 至 356 亿美元, 主要受在线电商、游戏和娱乐垂直领域的强劲需求推动。1Q24 广告展示量同比增长 20%, 主因人工智能模型提高了用户参与度且 Reels 的广告库存进一步增加。对于 2Q24, 管理层预计总收入将同比增长 14-22% 至 365-390 亿美元, 随着基数效应减弱, 增长率将有所放缓。尽管如此, 我们预计 2024 年 Meta 的利润率将继续随着效率提升而扩大, 预测 2024 年净利润将同比增长 32% 至 515 亿美元 (2024 年净利润率: 同比增长 3.6 个百分点)。

图 14: Meta: 季度业绩

(百万美元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
广告	26,998	28,152	27,237	31,254	28,101	31,498	33,643	38,706	35,635
同比增速	6.1%	-1.5%	-3.7%	-4.2%	4.1%	11.9%	23.5%	23.8%	26.8%
其他	910	670	477	911	544	501	503	1,405	820
同比增速	24.3%	34.8%	-35.0%	-11.7%	-40.2%	-25.2%	5.5%	54.2%	50.7%
总收入	27,908	28,822	27,714	32,165	28,645	31,999	34,146	40,111	36,455
同比增速	24.3%	24.3%	21.1%	20.1%	21.7%	22.7%	25.0%	25.6%	0.0%
毛利	21,903	23,630	21,998	23,829	22,537	26,054	27,936	32,416	29,815
毛利率	78.5%	82.0%	79.4%	74.1%	78.7%	81.4%	81.8%	80.8%	81.8%
营业利润	8,524	8,358	5,664	6,399	7,227	9,392	13,748	16,384	13,818
同比增速	-25.1%	-32.4%	-45.7%	-49.2%	-15.2%	12.4%	142.7%	156.0%	91.2%
营业利润率	30.5%	29.0%	20.4%	19.9%	25.2%	29.4%	40.3%	40.8%	37.9%
净利润	7,465	6,687	4,395	4,652	5,709	7,788	11,583	14,017	12,369
同比增速	-21.4%	-35.7%	-52.2%	-54.8%	-23.5%	16.5%	163.5%	201.3%	116.7%
净利润率	26.7%	23.2%	15.9%	14.5%	19.9%	24.3%	33.9%	34.9%	33.9%

资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场估算

Alphabet: 1Q24 总收入同比增长 15% 至 805 亿美元。1Q24 搜索及其他收入同比增长 14% 至 462 亿美元, 主要得益于零售行业需求的稳健增长。YouTube 广告收入在 1Q24 同比增长 21% 至 81 亿美元, 得益于效果广告和品牌广告的强劲需求。调整遣散费等相关费用后, 1Q24 非 GAAP 营业利润率同比增长 4 个百分点至 33%, 这主要归因于组织结构优化带来效率的提升。尽管资本支出和相关折旧增长, 管理层仍将致力于放缓费用增长, 预计 2024 财年营业利润率将同比增长。我们预测 2024 年净利润将同比增长 16% 至 853 亿美元 (2024 年净利润率: 同比增长 0.8 个百分点)。

图 15: Alphabet: 季度业绩

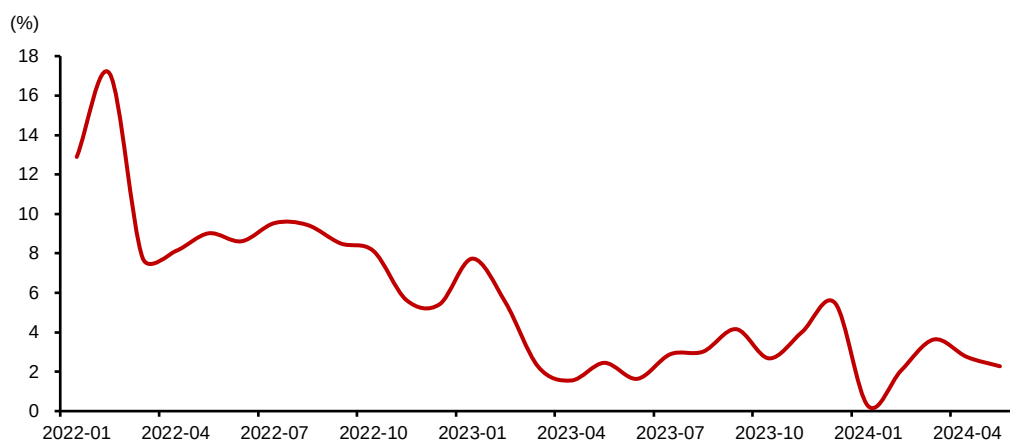
(百万美元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
总收入	68,011	69,685	69,092	76,048	69,787	74,604	76,693	86,310	80,539
同比增速	23.0%	12.6%	6.1%	1.0%	2.6%	7.1%	11.0%	13.5%	15.4%
谷歌服务	61,472	62,841	61,377	67,838	61,961	66,285	67,986	76,311	70,398
同比增速	20.1%	10.1%	2.5%	-2.3%	0.8%	5.5%	10.8%	12.5%	13.6%
谷歌云	5,821	6,276	6,868	7,315	7,454	8,031	8,411	9,192	9,574
同比增速	43.8%	35.6%	37.6%	32.0%	28.1%	28.0%	22.5%	25.7%	28.4%
其他	440	193	209	226	288	285	297	657	495
同比增速	122.2%	0.5%	14.8%	24.9%	-34.5%	47.7%	42.1%	190.7%	71.9%
营业利润	20,094	19,453	17,135	18,160	17,415	21,838	21,343	23,697	25,472
同比增速	22.2%	0.5%	-18.5%	-17.0%	-13.3%	12.3%	24.6%	30.5%	46.3%
净利润	16,436	16,002	13,910	13,624	15,051	18,368	19,689	20,687	23,662
同比增速	-8.3%	-13.6%	-26.5%	-34.0%	-8.4%	14.8%	41.5%	51.8%	57.2%
营业利润率	29.5%	27.9%	24.8%	23.9%	25.0%	29.3%	27.8%	27.5%	31.6%
净利润率	24.2%	23.0%	20.1%	17.9%	21.6%	24.6%	25.7%	24.0%	29.4%

资料来源：公司数据，招银国际环球市场

电商：美国零售增长常态化，国际业务和利润扩张符合预期

美国整体零售业呈现疲软趋势，2024 年 5 月零售和食品服务销售额同比增长 2.3%，低于 2023 年 12 月的同比增长 5.5% 和 2024 年 4 月的同比增长 2.7%，而 2024 年 5 月美国零售总额环比增长 0.1%，低于彭博预测的 0.3%。尽管美国零售市场增长展现疲态，但我们认为，受线上渠道用户体验持续提升的积极影响，电商渗透率仍有进一步提升的空间。就国际市场而言，我们认为整体市场仍处于电商渗透的早期阶段。亚马逊的利润率扩张或仍处于正轨，受益于：1) 相对高利润的广告和亚马逊云的收入占比增加；2) 由成本优化和规模经济带来的 AWS 业务利润率提高；3) 受区域化措施推动，北美 (NA) 业务利润率提升。

图 16：美国食品和零售服务销售额同比增速



资料来源：美国人口普查局，招银国际环球市场

根据 eMarketer 的数据，2020/2021 年美国在线零售渗透率达到 14.6%/14.7%，预计到 2025 年渗透率将提升至 17.8%。据 eMarketer 统计，2022 年亚马逊占据了美国电子商务市场 37.7% 的份额，预计到 2024 年亚马逊的市场份额将恢复至 37.8%。此外，我们认为国际市场仍有充足的电商渗透的空间，全球市场的渗透率为 18.9%，而中国市场的电商渗透率约为 50%（如果将汽车销售和石油相关产品纳入总零售额，根据国家统计局该数据则为 26.7%）。我们认为，随着物流、配送以及数字支付基础设施不断完善，在线零售渗透率有望进一步提升。eMarketer 预测全球在线零售渗透率将从 2023 年预期的 19.5% 上升至 2024/2025 年预期的 20.3%/21.2%。

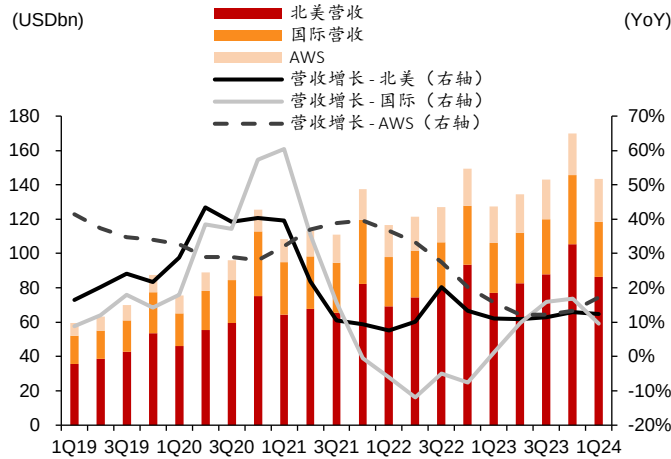
图 17：全球电商渗透率

地区	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
亚太地区	27.3%	28.6%	29.5%	30.0%	31.1%	32.1%
澳大利亚	7.9%	9.5%	9.1%	9.2%	9.5%	9.8%
中国	42.4%	43.2%	45.7%	45.9%	47.3%	48.6%
中国香港	6.3%	8.1%	9.9%	9.3%	9.5%	9.8%
印度	5.8%	7.0%	7.4%	7.9%	8.4%	9.0%
日本	11.4%	12.2%	12.9%	13.9%	14.7%	15.7%
新西兰	9.0%	9.2%	9.4%	9.5%	9.9%	10.3%
韩国	26.4%	27.6%	26.3%	26.4%	26.7%	27.1%
其他亚太地区	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%
东南亚地区	6.7%	9.6%	10.3%	10.9%	11.5%	12.0%
印尼	13.6%	22.6%	26.3%	28.8%	30.4%	31.3%
马来西亚	4.6%	5.6%	5.3%	5.7%	6.4%	7.0%
菲律宾	2.1%	2.2%	2.2%	2.4%	2.7%	3.0%
新加坡	11.4%	13.0%	12.7%	12.6%	12.8%	13.1%
泰国	3.9%	4.4%	4.9%	5.0%	5.4%	5.7%
越南	2.2%	2.9%	2.9%	3.0%	3.1%	3.2%
中欧和东欧地区	8.6%	10.3%	11.4%	11.8%	12.7%	13.6%
俄罗斯	8.0%	10.0%	11.2%	11.9%	13.1%	14.1%
其他中欧和东欧地区	9.0%	10.5%	11.6%	11.7%	12.4%	13.3%
拉丁美洲	7.9%	9.5%	9.5%	10.1%	10.7%	11.4%
阿根廷	10.5%	11.1%	11.1%	11.2%	11.9%	12.4%
巴西	8.4%	10.7%	10.0%	10.6%	11.1%	11.8%
智利	9.5%	10.9%	8.7%	8.0%	8.3%	8.9%
哥伦比亚	7.6%	6.7%	7.7%	8.4%	8.9%	9.5%
墨西哥	8.9%	10.3%	11.9%	13.2%	14.2%	15.2%
秘鲁	4.5%	5.7%	5.9%	6.2%	6.7%	7.2%
其他拉丁美洲地区	4.8%	6.3%	6.2%	6.7%	7.2%	7.6%
中东和非洲地区	3.6%	3.7%	4.0%	4.4%	4.7%	4.9%
北美地区	14.3%	14.5%	14.4%	15.2%	16.2%	17.3%
加拿大	11.0%	12.2%	11.4%	11.5%	12.0%	12.4%
美国	14.7%	14.7%	14.7%	15.6%	16.6%	17.8%
西欧地区	13.4%	14.3%	12.7%	12.6%	12.9%	13.2%
其他西欧地区	11.1%	11.9%	10.9%	11.0%	11.1%	11.3%
欧盟五国	14.4%	15.3%	13.5%	13.3%	13.6%	14.0%
法国	10.6%	11.2%	10.2%	10.3%	10.5%	10.7%
德国	9.6%	10.7%	9.0%	9.1%	9.6%	10.2%
意大利	5.7%	6.1%	5.9%	6.1%	6.2%	6.4%
西班牙	11.5%	11.9%	10.7%	10.8%	11.0%	11.2%
英国	33.1%	34.4%	30.1%	29.6%	29.8%	30.0%
全球	18.2%	18.9%	18.9%	19.5%	20.3%	21.2%

资料来源：eMarketer，招银国际环球市场

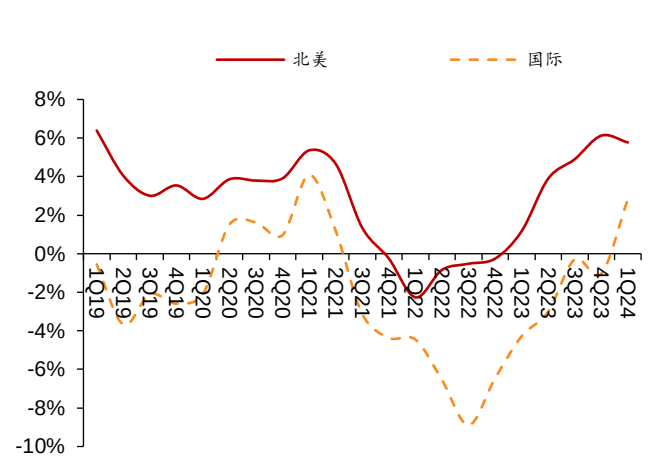
2024 年第一季度，亚马逊北美业务的收入为 863 亿美元，同比增长 12.3%，营业利润率为 5.8%，同比增长 4.6 个百分点，这得益于服务成本的改善，包括亚马逊努力实现区域化运营的持续收益，客户货物更集中的带来的运输成本节省，以及运营杠杆的提高。国际部门的收入为 319 亿美元，同比增长 9.7%，营业利润率为 2.8%，较 2023 年第一季度的-4.3% 有所改善，这得益于通过仓网设计优化和优化运营杠杆实现了成本效率的提升。管理层认为，通过优化服务成本和增加相对高利润率的广告业务收入贡献，北美业务和国际业务的利润率仍有进一步扩大的空间。

图 18: 亚马逊：按部门划分季度收入和增长



资料来源：公司数据，招银国际环球市场

图 19: 亚马逊：北美及国际业务的营业利润



资料来源：公司数据，招银国际环球市场

2024 年第一季度，亚马逊的广告服务收入同比增长 24%（2023 年第一季度为 22%；2023 年第四季度为 27%），达到 118 亿美元，得益于赞助广告的强劲表现以及 Amazon Prime 广告带来的增量收入。广告服务在总收入中占比 8.3%，高于 2023 年第一季度的 7.5%。

图 20: 亚马逊:季度财务报告

(US\$bn)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
线上商店	51.1	50.9	53.5	64.5	51.1	53.0	57.3	70.5	54.7
同比增长	-3.3%	-4.3%	7.1%	-2.3%	-0.1%	4.2%	7.1%	9.3%	7.0%
第三方卖家服务	25.3	27.4	28.7	36.3	29.8	32.3	34.3	43.6	34.6
同比增长	6.9%	9.1%	18.2%	19.9%	17.7%	18.1%	19.8%	19.9%	16.0%
AWS	18.4	19.7	20.5	21.4	21.4	22.1	23.1	24.2	25.0
同比增长	36.6%	33.3%	27.5%	20.2%	15.8%	12.2%	12.3%	13.2%	17.2%
订阅服务	8.4	8.7	8.9	9.2	9.7	9.9	10.2	10.5	10.7
同比增长	10.9%	10.1%	9.3%	13.1%	14.8%	13.5%	14.2%	14.1%	11.0%
广告服务	7.9	8.8	9.5	11.6	9.5	10.7	12.1	14.7	11.8
同比增长	23.4%	17.5%	25.4%	18.9%	20.7%	22.0%	26.3%	26.8%	24.3%
实体商店	4.6	4.7	4.7	5.0	4.9	5.0	5.0	5.2	5.2
同比增长	17.1%	12.5%	10.0%	5.7%	6.6%	6.4%	5.6%	3.9%	6.3%
其他(新)	0.7	1.1	1.3	1.3	1.0	1.3	1.2	1.4	1.3
同比增长	26.1%	131.1%	163.7%	76.5%	55.4%	25.6%	-2.9%	8.6%	22.9%
总收入	116.4	121.2	127.1	149.2	127.4	134.4	143.1	170.0	143.3
同比增长	7.3%	7.2%	14.7%	8.6%	9.4%	10.8%	12.6%	13.9%	12.5%
毛利润	49.9	54.8	56.8	63.6	59.6	65.0	68.1	77.4	70.7
营运利润	3.7	3.3	2.5	2.7	4.8	7.7	11.2	13.2	15.3
净利润	-3.8	-2.0	2.9	0.3	3.2	6.8	9.9	10.6	10.4
按细分市场收入细目									
北美市场	69.2	74.4	78.8	93.4	76.9	82.5	87.9	105.5	86.3
同比增长	7.6%	10.2%	20.3%	13.4%	11.0%	10.9%	11.5%	13.0%	12.3%

总收入占比	59.5%	61.4%	62.0%	62.6%	60.4%	61.4%	61.4%	62.1%	60.2%
国际市场	28.8	27.1	27.7	34.5	29.1	29.7	32.1	40.2	31.9
同比增长	-6.2%	-11.9%	-4.9%	-7.5%	1.3%	9.7%	15.9%	16.8%	9.7%
总收入占比	24.7%	22.3%	21.8%	23.1%	22.9%	22.1%	22.5%	23.7%	22.3%
AWS	18.4	19.7	20.5	21.4	21.4	22.1	23.1	24.2	25.0
同比增长	36.6%	33.3%	27.5%	20.2%	15.8%	12.2%	12.3%	13.2%	17.2%
总收入占比	15.8%	16.3%	16.2%	14.3%	16.8%	16.5%	16.1%	14.2%	17.5%
按细分市场营运利润细目									
北美市场	(1.6)	(0.6)	(0.4)	(0.2)	0.9	3.2	4.3	6.5	5.0
毛利率	-2.3%	-0.8%	-0.5%	-0.3%	1.2%	3.9%	4.9%	6.1%	5.8%
国际市场	(1.3)	(1.8)	(2.5)	(2.2)	(1.2)	(0.9)	(0.1)	(0.4)	0.9
毛利率	-4.5%	-6.5%	-8.9%	-6.5%	-4.3%	-3.0%	-0.3%	-1.0%	2.8%
AWS	6.5	5.7	5.4	5.2	5.1	5.4	7.0	7.2	9.4
毛利率	35.3%	29.0%	26.3%	24.3%	24.0%	24.2%	30.3%	29.6%	37.6%
同比增长	56.6%	36.3%	10.6%	-1.7%	-21.4%	-6.1%	29.1%	37.7%	83.9%
利润率 (%)									
毛利率	42.9%	45.2%	44.7%	42.6%	46.8%	48.4%	47.6%	45.5%	49.3%
营运利润率	3.2%	2.7%	2.0%	1.8%	3.7%	5.7%	7.8%	7.8%	10.7%
净利润率	-3.3%	-1.7%	2.3%	0.2%	2.5%	5.0%	6.9%	6.3%	7.3%

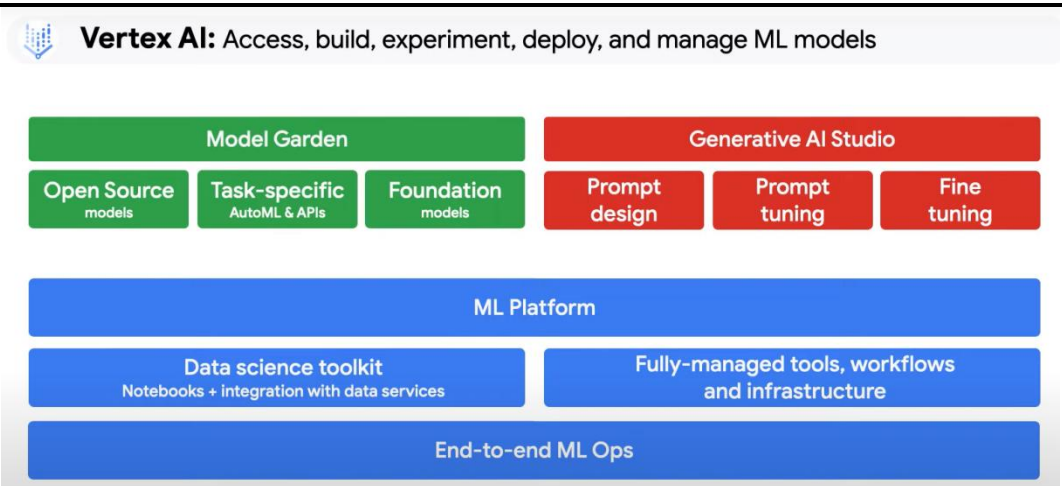
资料来源：公司数据，招银国际环球市场

生成式 AI 商业化仍处于早期阶段，但正在稳步推进

生成式 AI 的商业化主要集中在三个方面：1) 提供人工智能云基础设施相关服务；2) 利用生成式人工智能的能力增强现有产品组合，并提高当前订阅套餐的价格；3) 转变人机交互的形式，探索新的广告形式。尽管生成式人工智能的商业化进程仍处于早期阶段，但正稳步上升，并可能推动未来的收入和收益增长。

谷歌：人工智能持续增强谷歌搜索体验并创造新的商业化机会。在搜索体验方面，公司正在将 AI 概述服务引入主搜索结果页面，有望提升搜索使用量和用户满意度。生成式 AI 还改善了广告产品的表现（例如，管理层指出使用 PMax Asset Generation 发布广告的商家，具备良好或优秀表现的广告增加了 63%）。此外，生成式 AI 推动了谷歌云的增长。据管理层，超过 60% 的获得资助的生成式人工智能初创公司以及约 90% 的生成式人工智能独角兽公司都在谷歌云基础设施上发展的，该基础设施提供业界领先的 GPU 组合和超过 130 个模型。1Q24 超过 100 万开发者采用了谷歌云的生成式人工智能工具，包括 AI Studio 和 Vertex AI。

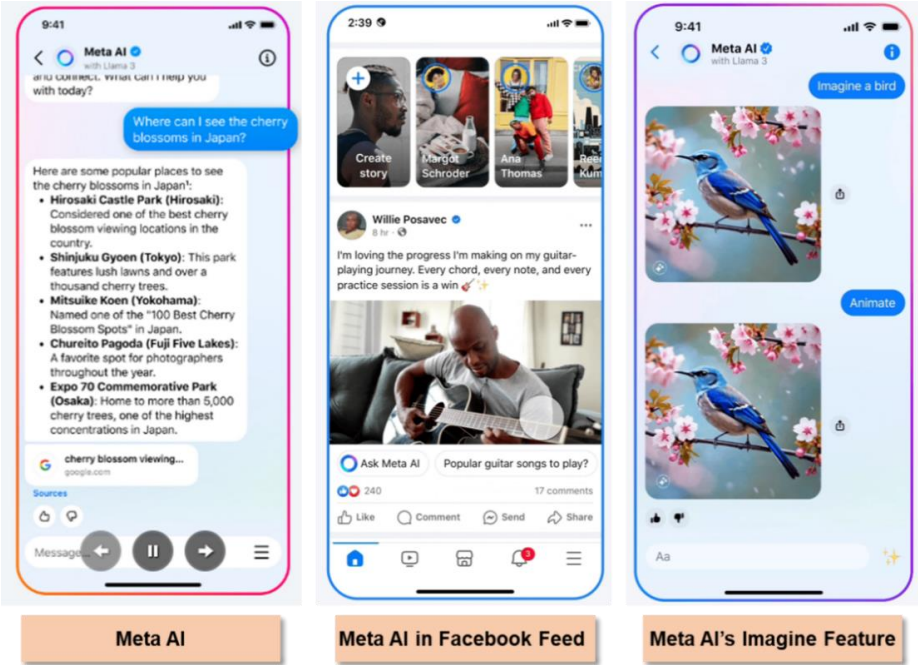
图 21:谷歌云：Vertex AI



资料来源：公司数据，招银国际环球市场

Meta: 人工智能推动了 Meta 的用户参与度并提升商业化水平。1) 在用户参与度方面，据管理层指出，1Q24 Facebook 30%的推送已由人工智能推荐系统所提供，这一比例是几年前的两倍，显著提升了用户参与度；2) 商业化方面，基于 AI 能力，Advantage+ Audience 精准营销的平均广告成本相较常规精准营销降低了 28%；Advantage+ Shopping 和 Advantage+ Apps 平台上的广告流水自 FY23 以来增长超过一倍。在 Llama 3 的支持下，Meta AI 目前是面向消费者免费提供的最智能的 AI 助手之一，提升了用户体验和参与度。

图 22: Meta AI：应用案例

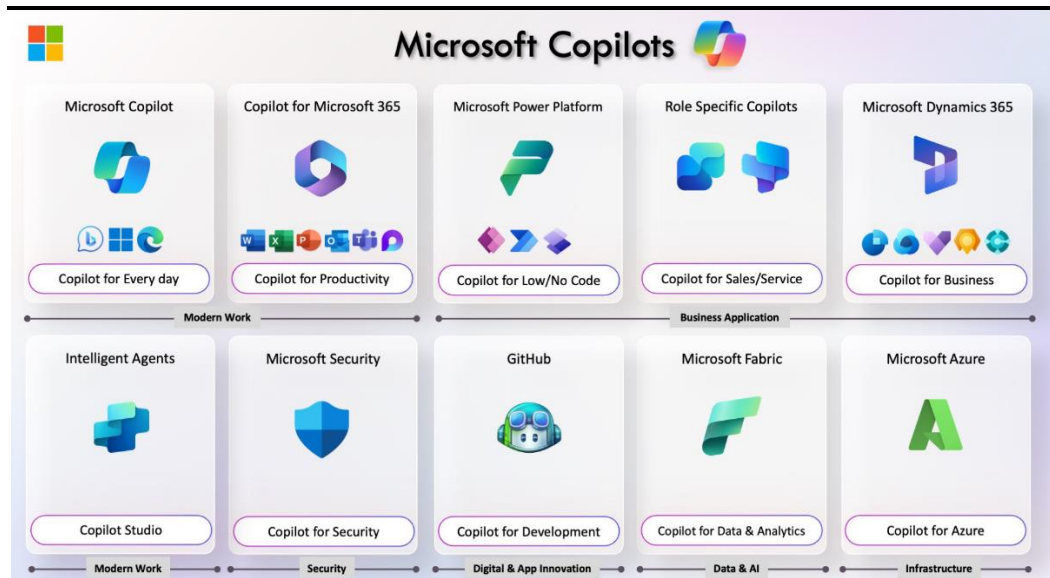


资料来源：公司数据，招银国际环球市场

微软: 在 AI 相关的云计算发展方面，微软在 2024 年第一季度的业绩电话会议中提出有关 Azure 的几个重点：1) 超过 65%的财富 500 强公司使用 Azure OpenAI 服务；2) Azure Arc 拥有 33,000 个客户，年同比增长超过两倍；3) 超过一半的 Azure AI 客户还使用微软的数据和分析工具。此外，关于微软 Copilot 相关的商业化情况：1) 微软拥有 180 万 GitHub

Copilot 付费用户，季度环比增长超过 35%，并且持续看到各行业企业使用的增加。2) 下一代分析平台 Microsoft Fabric 拥有超过 11,000 个付费客户，包括各行业的领导者；3) 30,000 个跨越各行业的客户已使用 Copilot Studio 定制 Microsoft 365 的 Copilot 或构建他们自己的应用，环比增长 175%；4) Power Apps 拥有超过 2,500 万月活跃用户，年同比增长超过 40%；5) 接近 60% 的财富 500 强公司现在使用 Copilot，且微软看到跨行业和地理区域的采用加速增长。

图 23: 微软: 微软 Copilots 产品概览



资料来源: 公司数据, ArashAghajani.com, 招银国际环球市场

在 2024 年第一季度，微软的生产力与业务流程（PBP）收入达到 196 亿美元，同比增长 12%，占总收入的 32%，符合市场预期。在这一业务部门内，Office 365 的商业收入同比增长 15%，主要得益于良好的续订执行、E5 持续增长势头带来的 ARPU 增长以及 Microsoft 365 的 Copilot 早期进展的推动。付费的 Office 365 商业订阅用户同比增长 8%，所有客户群的安装基础都在扩大。2024 年第一季度微软整体运营利润为 276 亿美元，同比增长 23%，运营利润率为 44.6%（同比增长 2.3 个百分点），受到毛利率提升 0.6 个百分点和有效成本控制的支持。截至 2024 年 3 月末，总员工人数同比下降 1%。管理层指引 2024 年第二季度（24 财年第四季度）的总收入为 635 亿至 645 亿美元，受持续运营效率改善驱动，预计全年运营利润率至少同比提升 2 个百分点。

图 24: 微软: 季度财务结果

(US\$bn)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
1. 生产力与业务流程收入	15.8	16.6	16.5	17.0	17.5	18.3	18.6	19.2	19.6
增长 (同比增长%)	16.5%	13.0%	9.5%	6.7%	10.9%	10.2%	12.9%	13.2%	11.7%
占总收入百分比 (%)	32.0%	32.0%	32.8%	32.2%	33.1%	32.6%	32.9%	31.0%	31.6%
2. 智能云收入	19.0	20.8	20.3	21.5	22.1	24.0	24.3	25.9	26.7
增长 (同比增长%)	25.6%	19.7%	20.2%	17.8%	16.3%	15.3%	19.4%	20.3%	21.0%
占总收入百分比 (%)	38.5%	40.1%	40.6%	40.8%	41.8%	42.7%	42.9%	41.7%	43.2%
3. 更个性化计算收入	14.6	14.5	13.3	14.2	13.3	13.9	13.7	16.9	15.6
增长 (同比增长%)	11.9%	2.7%	-0.3%	-18.8%	-9.1%	-3.8%	2.5%	18.6%	17.5%
占总收入百分比 (%)	29.5%	27.9%	26.6%	27.0%	25.1%	24.7%	24.2%	27.2%	25.2%
总收入	49.4	51.9	50.1	52.7	52.9	56.2	56.5	62.0	61.9
增长 (同比增长%)	18.4%	12.4%	10.6%	2.0%	7.1%	8.3%	12.8%	17.6%	17.0%
毛利润	33.7	35.4	34.7	35.3	36.7	39.4	40.2	42.4	43.4

增长(同比增长%)	17.7%	10.2%	9.5%	1.4%	8.8%	11.2%	16.0%	20.2%	18.0%
营运收入	20.4	20.5	21.5	20.4	22.4	24.3	26.9	27.0	27.6
增长(同比增长%)		22.5%	23.3%	32.0%	19.3%	6.2%	25.3%	15.9%	14.5%
- 生产力与业务流程	7.2	7.2	8.3	8.2	8.6	9.1	10.0	10.3	10.1
- 智能云	8.4	8.8	9.0	8.9	9.5	10.5	11.8	12.5	12.5
- 更个性化计算	4.8	4.5	4.2	3.3	4.2	4.7	5.2	4.3	4.9
净收入	16.7	16.7	17.6	16.4	18.3	20.1	22.3	21.9	21.9
增长(同比增长%)	8.2%	1.7%	-14.4%	-12.5%	9.4%	20.0%	27.0%	33.2%	19.9%
毛利率	68.4%	68.3%	69.2%	66.8%	69.5%	70.1%	71.2%	68.4%	70.1%
营运利润率	41.3%	39.6%	42.9%	38.7%	42.3%	43.2%	47.6%	43.6%	44.6%
- 生产力与业务流程	45.5%	43.6%	50.5%	48.1%	49.3%	49.5%	53.6%	53.4%	51.8%
- 智能云	44.2%	42.3%	44.2%	41.4%	42.9%	43.9%	48.4%	48.1%	46.9%
- 更个性化计算	32.8%	31.0%	31.6%	23.3%	32.0%	33.6%	37.9%	25.4%	31.6%
净利润率	33.9%	32.3%	35.0%	31.1%	34.6%	35.7%	39.4%	35.3%	35.5%

资料来源：公司数据，招银国际环球市场

亚马逊：亚马逊的 AWS 提供工具和服务，帮助客户构建生成式 AI 应用程序，包括：1) Amazon Bedrock；2) Amazon SageMaker；3) 搭载 NVIDIA GPU 的 Amazon EC2 实例；4) AWS Trainium；5) Amazon Inferentia；6) Amazon EC2 UltraClusters。此外，AWS 还为客户提供了一些基于生成式 AI 的应用程序，如 Amazon Q（可以根据业务、数据、代码和操作定制的生成式 AI 助手）、PartyRock（饶有趣味且直观的可分享生成式 AI 应用构建平台）和 AWS HealthScribe（一项能够自动从患者和医生的对话中生成临床笔记的服务）。管理层强调，AWS 在人工智能领域已经取得了显著的进展，目前已积累了数十亿美元的营收规模。

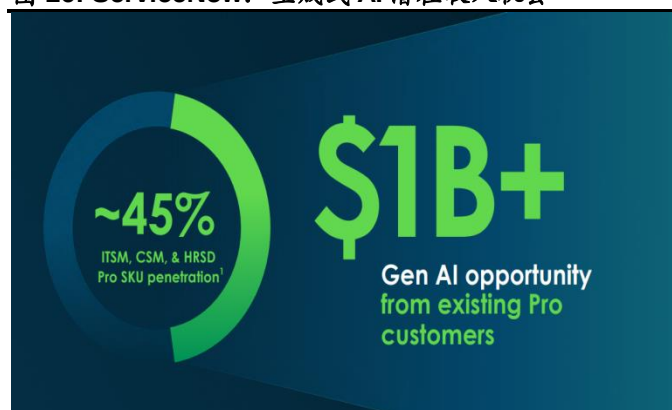
ServiceNow：ServiceNow 生成式 AI 产品展现强劲势头。其 AI 驱动的 Pro Plus 产品至今的新增年度合同价值 (NNACV) 已超过 ServiceNow 在同期推出的任何新产品。Pro Plus 解决方案价格相比 Pro 解决方案提升了超过 30%。长远来看，管理层预计，如果当前的 Pro 订阅量升级至 Pro Plus，将带来超 10 亿美元的增量订阅收入；如果将当前的标准订阅量升级至 Pro Plus，将带来超过 25 亿美元的增量订阅收入。此外，该公司还利用生成式 AI 提升自身的运营效率并支持利润率扩张。据管理层，ServiceNow 目前已在超 20 个内部使用案例运用 Now Assist，每年带来 1,000 万美元的生产效益和效率提升。

图 25:ServiceNow: Pro Plus 实际价格提升



资料来源：公司数据，招银国际环球市场

图 26: ServiceNow: 生成式 AI 潜在收入机会



资料来源：公司数据，招银国际环球市场

Salesforce：在生成式 AI 的助力下，Salesforce 的数据云解决方案持续看到强劲需求。2025 财年第一季度，数据云占 Salesforce 百万美元以上交易的 25%。在该季度，数据云吸

收了8万亿条记录，并处理了2千万亿条记录，同比分别增长了42%和217%。我们认为，得益于其强大的数据云和多云集成能力，Salesforce 能够很好地从生成式 AI 发展中受益。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。