

海外科技公司2024Q3业绩总结

资本开支维持高位，云业务竞争加剧

西南证券研究发展中心
海外研究团队
2024年11月

核心观点

- ❑ **业绩概览：利润端优化明显，业务表现分化加剧。**从24Q3整体业绩来看，海外四大科技公司合计实现收入3533亿美元，同比增长14%，净利润合计实现820亿美元，整体净利率约23%，同比+2.8pp，环比+1.6pp。24Q4业绩指引方面，微软营收指引低于市场预期，经营利润指引超出市场预期，智能云业务指引不及市场预期；谷歌暂无指引；亚马逊收入指引中值不及市场预期，经营利润指引中值高于市场预期；Meta营收指引中值高于市场预期。
- ❑ **组织提效：组织架构持续优化，经营效率显著提升。**从组织优化结构来看，人员优化周期有望结束，逐步聚焦内部结构调整。24Q3，四大科技厂商员工数量均有小幅增加，其中，微软员工数量24Q3较去年同期高出8%，谷歌员工人数环比净增加1687人，亚马逊环比净增加1.9万人，Meta员工数量环比净增加1605人。我们预计，大裁员时期已基本结束，当前及未来将主要聚焦在内部结构调整，着重AI人才引进、优化AI组织架构等。从提效成果来看，成本优化效果显著，各厂商经营利润率逐步接近历史较高水平。
- ❑ **资本开支：资本开支维持高位，2025年有望继续增长。**24Q3四大科技厂商合计资本开支增长至635亿美元，yoy+70%，呈现持续增长态势，主要由服务器、数据中心、网络设备等基础设施投资驱动。24Q4资本开支有望维持高位，其中，微软和亚马逊表示24Q4资本开支将环比增加，谷歌24Q4资本开支将与24Q3开支水平相近，Meta2024年全年资本开支下限再次上调。此外，四大科技厂商均表示2025年资本开支将高于2024年。
- ❑ **云计算：云厂商竞争加剧，AI持续贡献业绩。**三大云厂商24Q3云业务收入方面，亚马逊和微软在收入体量上较为领先，谷歌正加速追赶；经营利润率方面，微软智能云盈利优势明显，经营利润率保持稳定，而亚马逊和谷歌正持续改善，经营利润率水平不断提升。AI对云业务业绩贡献方面，在微软Azure的增长中，24Q3有12个百分点得益于AI，而24Q2的AI贡献为11个百分点；亚马逊AWS业务中，AI已贡献数十亿美元收入，AI收入继续以三位数的年增长率增长，相较于传统AWS业务，由AI驱动的AWS业务增速快3倍以上。
- ❑ **数字广告：AI赋能推荐系统，助力变现效率提升。**海外四大科技公司24Q3合计广告收入1233亿美元，yoy+14%，微软、谷歌、Meta、亚马逊分别基于旗下生产力与商业流程、搜索、社媒、电商等主业开展广告业务，其中，各厂商针对搜索、社媒等业务场景积极推出AI工具，赋能广告业务，并通过大模型优化推荐算法，助推商业变现。24Q3。谷歌服务业务经营利润率约为40%，同比+5.1pp，环比+0.2pp，Meta App家族业务经营利润率为54%，同比+2.5pp，环比+4.1pp，近年来均呈现上升趋势。
- ❑ **相关标的：**微软（MSFT.O）；谷歌（GOOGL.O）；亚马逊（AMZN.O）；Meta（META.O）。
- ❑ **风险提示：**AI商业化进展不及预期风险；云计算竞争加剧风险；AI投资回报不及预期风险等。

目录

一、业绩概览篇：利润端优化明显，业务表现分化加剧

1.1 微软：24Q3实际业绩符合预期，24Q4业绩指引低于预期

1.2 谷歌：整体业绩超市场预期，云业务持续发力

1.3 亚马逊：经营利润超市场预期，AWS盈利能力提升显著

1.4 Meta：App家族表现超预期，现实实验室表现不及预期

二、组织提效篇：组织架构持续优化，经营效率显著提升

三、资本开支篇：资本开支维持高位，2025年有望继续增长

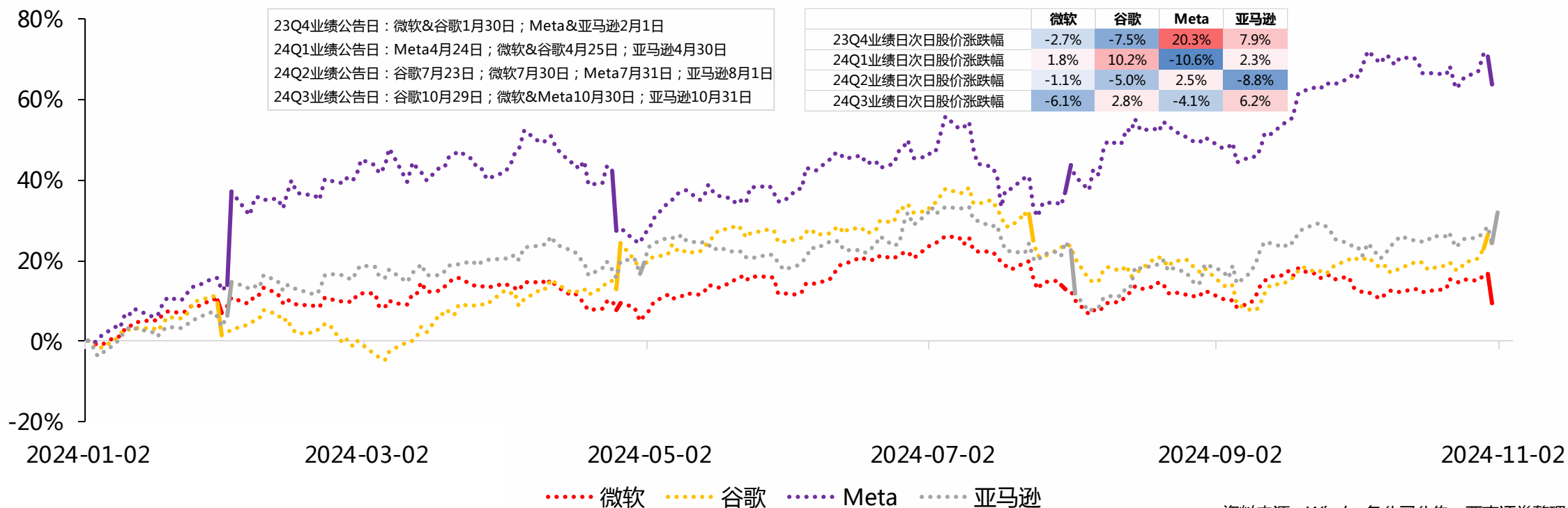
四、云计算篇：云厂商竞争加剧，AI持续贡献业绩

五、数字广告篇：AI赋能推荐系统，助力变现效率提升

1 业绩概览篇：利润端优化明显，分部业务表现各异

- **24Q3业绩公告次日股价表现**：亚马逊 (+6.2%) > 谷歌 (+2.8%) > Meta (-4.1%) > 微软 (-6.1%)。
- **24Q3业绩是否符合市场预期**：1) **微软**：整体业绩符合预期；2) **谷歌**：整体业绩超市场预期，其中云业务表现亮眼；3) **亚马逊**：整体营收超预期，各业务板块经营利润超预期；4) **Meta**：整体业绩超预期，App家族表现超预期，现实实验室表现不及预期。
- **24Q4指引是否符合市场预期**：1) **微软**：营收指引低于市场预期，经营利润指引超出市场预期，智能云业务指引不及市场预期；2) **谷歌**：无指引；3) **亚马逊**：收入指引中值不及市场预期，经营利润指引中值高于市场预期；4) **Meta**：营收指引中值超市场预期。

2024年1月2日至2024年11月2日海外四大科技公司股价涨跌幅

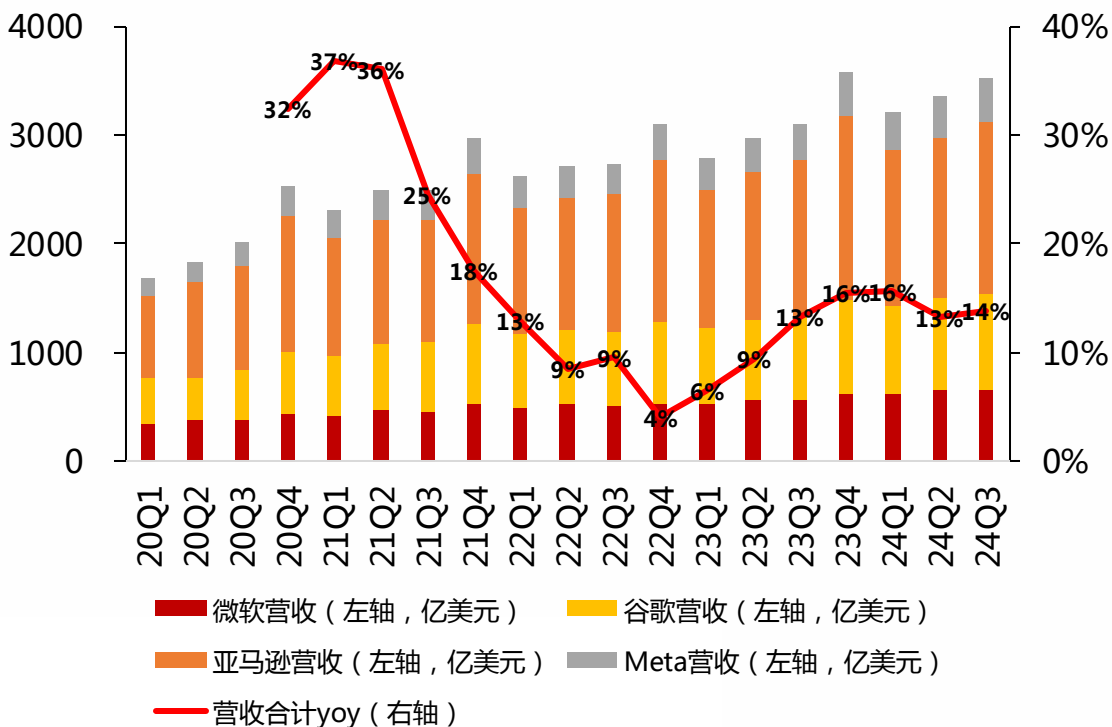


资料来源：Wind，各公司公告，西南证券整理

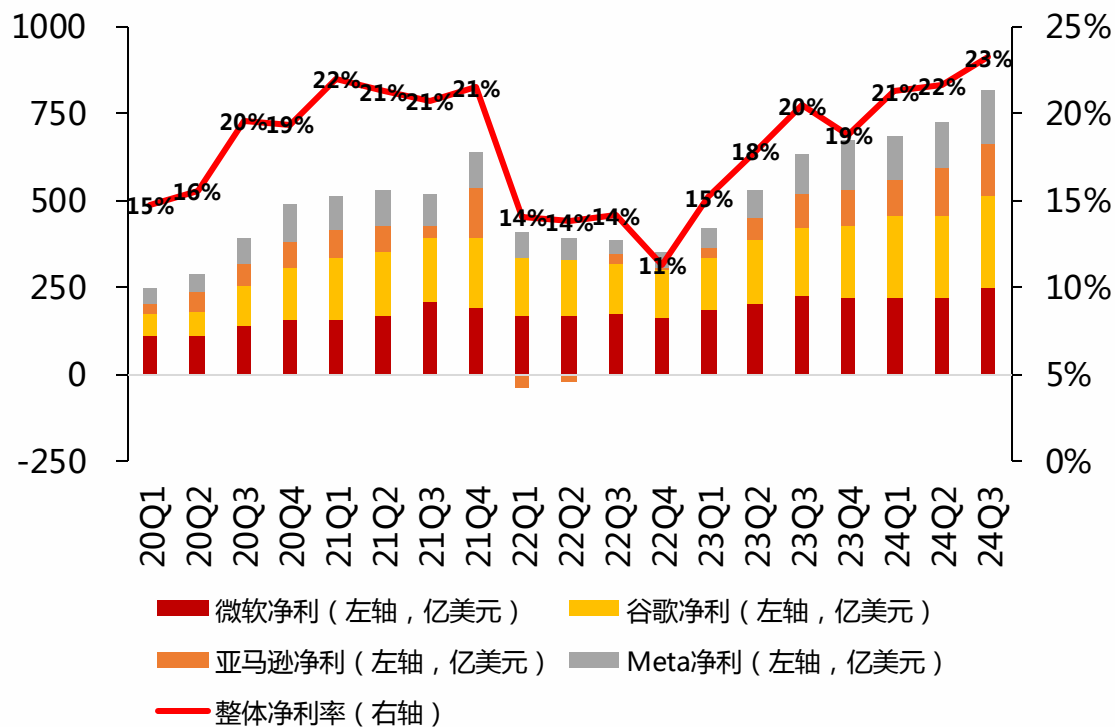
1 业绩概览篇：利润端优化明显，分部业务表现各异

- **收入体量方面**：亚马逊（\$1589亿）> 谷歌（\$883亿）> 微软（\$656亿）> Meta（\$406亿），四大公司合计实现收入3533亿美元。
- **收入增速方面**：Meta（yoy+19%）> 微软（yoy+16%）> 谷歌（yoy+15%）> 亚马逊（yoy+11%），整体同比增速约14%。
- **净利润方面**：谷歌（\$263亿）> 微软（\$247亿）> Meta（\$157亿）> 亚马逊（\$153亿），净利润合计820亿美元。
- **净利率方面**：Meta（39%）> 微软（38%）> 谷歌（30%）> 亚马逊（10%），整体净利率超23%，同比+2.8pp，环比+1.6pp。

20Q1-24Q3海外四大科技公司收入及合计同比增速



20Q1-24Q3海外四大科技公司净利润及整体净利率



1.1 微软：24Q3实际业绩符合预期，24Q4业绩指引低于预期

- **24Q3实际业绩 VS 24Q3市场预期**：收入端符合预期，利润端较为稳定。1) 收入端：24Q3公司实现总营收656亿美元。其中，生产力与商业流程和智能云业务符合预期；个人计算业务超市场预期，主要系收购动视暴雪带来收入增量。2) 利润端：公司毛利润及毛利率、经营利润及经营利润率符合市场预期。
- **24Q4业绩指引 VS 24Q4市场预期**：公司整体营收指引低于市场预期，其中，智能云业务不及预期，经营利润指引超出市场预期。

24Q3微软实际业绩与市场预期对比

财年 (单位: 亿美元)	FY22Q1	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1(A)	FY25Q1 (E)	超预期 (beat) / 不及预期 (miss)	FY25Q2指引		FY25Q2 (E)	超预期 (beat) / 不及预期 (miss)
对应自然年	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3 (A)	24Q3 (E)		下限	上限	24Q4 (E)	
总收入	453	517	494	519	501	527	529	562	565	620	619	647	656	645	beat	681	691	699	miss
yoy	22%	20%	18%	12%	11%	2%	7%	8%	13%	18%	17%	15%	16%	14%	beat	10%	11%	13%	miss
毛利润	317	348	337	354	347	353	367	394	402	424	434	450	455	447	beat				
yoy	24%	19%	20%	17%	13%	3%	3%	2%	6%	12%	15%	14%	13%	11%	beat				
毛利率	70%	67%	68%	68%	69%	67%	69%	70%	71%	68%	70%	70%	69%	69%	beat				
经营利润	202	222	204	205	215	204	224	243	269	270	276	279	306	292	beat	295	308	294	beat
yoy	27%	24%	19%	8%	6%	-8%	10%	18%	25%	33%	23%	15%	14%	9%	beat	9%	14%	9%	beat
经营利润率	45%	43%	41%	40%	43%	39%	42%	43%	48%	44%	45%	43%	47%	45%	beat	43%	45%	42%	beat
净利润	205	188	167	167	176	164	183	201	223	219	219	220	247						
yoy	48%	21%	8%	2%	-14%	-12%	9%	20%	27%	33%	20%	10%	11%						
净利润率	45%	36%	34%	32%	35%	31%	35%	36%	39%	35%	35%	34%	38%						
生产力与商业流程					221	226	239	255	252	259	271	286	283	280	beat	287	290	289	beat
yoy									14%	14%	13%	12%	12%	11%	beat	11%	12%	12%	beat
收入占比					44%	43%	45%	45%	45%	42%	44%	44%	43%	43%					
经营利润率					54%	51%	53%	54%	57%	56%	56%	55%	58%						
智能云					169	179	182	199	200	215	221	238	241	240	beat	255.5	258.5	264	miss
yoy									19%	20%	21%	20%	20%	20%	beat	19%	20%	23%	miss
收入占比					34%	34%	35%	35%	35%	35%	36%	37%	37%	37%					
经营利润率					40%	38%	38%	40%	45%	44%	43%	41%	44%						
个人计算					112	122	107	108	113	146	126	123	132	125	beat	138.5	142.5	151	miss
yoy									1%	20%	18%	15%	17%	11%	beat	-5%	-3%	3%	miss
收入占比					22%	23%	20%	19%	20%	24%	20%	19%	20%	19%					
经营利润率					25%	18%	24%	23%	33%	20%	23%	19%	27%						
资本开支	74	68	63	87	66	68	78	107	112	115	140	190	200	186	beat				
yoy	35%	26%	5%	19%	-11%	0%	24%	23%	70%	69%	79%	78%	79%	66%	beat				

资料来源：公司公告，公司业绩会，彭博，西南证券整理

1.2 谷歌：整体业绩超市场预期，云业务持续发力

□ **24Q3实际业绩 VS 24Q3市场预期：整体业绩超市场预期，云业务表现亮眼。** 营收实现883亿美元，yoy+15%，高于预期（864亿美元）。营业利润实现285亿美元，高于预期（266亿美元），yoy+32%；营业利润率达32%，同比+4.5pp，高于预期（31%）。净利润约263亿美元，yoy+34%，高于预期（228亿美元）。云业务实现收入114亿美元，yoy+35%，远超市场预期（yoy+28%）。

□ 24Q4公司暂无具体业绩指引。

24Q3谷歌实际业绩与市场预期对比

财年(单位:亿美元) 对应自然年	FY20Q4 20Q4	FY21Q1 21Q1	FY21Q2 21Q2	FY21Q3 21Q3	FY21Q4 21Q4	FY22Q1 22Q1	FY22Q2 22Q2	FY22Q3 22Q3	FY22Q4 22Q4	FY23Q1 23Q1	FY23Q2 23Q2	FY23Q3 23Q3	FY23Q4 23Q4	FY24Q1 24Q1	FY24Q2 24Q2	FY24Q3 (A) 24Q3 (A)	FY24Q3(E) 24Q3(E)	超预期 (beat) / 不及预期 (miss)
总收入	569	553	619	651	753	680	697	691	760	698	746	767	863	805	847	883	864	beat
yoy	23%	34%	62%	41%	32%	23%	13%	6%	1%	3%	7%	11%	13%	15%	14%	15%	13%	beat
毛利润	308	312	357	375	423	384	396	379	407	392	427	435	487	468	492	518	496	beat
yoy	23%	41%	81%	50%	37%	23%	11%	1%	-4%	2%	8%	15%	20%	20%	15%	19%	14%	beat
毛利率	54%	56%	58%	58%	56%	56%	57%	55%	54%	56%	57%	57%	56%	58%	58%	59%	57%	beat
经营利润	157	164	194	210	219	201	195	171	182	174	218	213	237	255	274	285	266	beat
yoy	69%	106%	203%	88%	40%	22%	0%	-19%	-17%	-13%	12%	25%	30%	46%	26%	34%	25%	beat
经营利润率	28%	30%	31%	32%	29%	30%	28%	25%	24%	25%	29%	28%	27%	32%	32%	32%	31%	beat
净利润	152	179	185	189	206	164	160	139	136	151	184	197	207	237	236	263	228	beat
yoy	43%	162%	166%	68%	36%	-8%	-14%	-27%	-34%	-8%	15%	42%	52%	57%	29%	34%	16%	beat
净利润率	27%	32%	30%	29%	27%	24%	23%	20%	18%	22%	25%	26%	24%	29%	28%	30%	26%	beat
谷歌服务	529	512	571	599	694	615	628	614	678	620	663	680	763	704	739	765	753	beat
yoy	22%	34%	63%	41%	31%	20%	10%	2%	-2%	1%	5%	11%	12%	14%	12%	13%	11%	beat
收入占比	93%	93%	92%	92%	92%	90%	90%	89%	89%	89%	89%	89%	88%	87%	87%	87%	87%	beat
经营利润率	36%	38%	39%	40%	37%	37%	36%	32%	31%	35%	35%	35%	35%	40%	40%	40%	38%	beat
谷歌云	38	40	46	50	55	58	63	69	73	75	80	84	92	96	103	114	108	beat
yoy	47%	46%	54%	45%	45%	44%	36%	38%	32%	28%	28%	22%	26%	28%	29%	35%	28%	beat
收入占比	7%	7%	7%	8%	7%	9%	9%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	12%	12%	13%	13%	beat
经营利润率	-32%	-24%	-13%	-13%	-16%	-12%	-9%	-6%	-3%	3%	5%	3%	9%	9%	11%	17%	10%	beat
其他投资	2.0	2.0	1.9	1.8	1.8	4.4	1.9	2.1	2.3	2.9	2.9	3.0	6.6	5.0	3.7	3.9	3.8	beat
yoy	14%	47%	30%	2%	-8%	122%	1%	15%	25%	-35%	48%	42%	191%	72%	28%	31%	27%	beat
收入占比	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%	0%	beat
资本开支	55	59	55	68	64	98	68	73	76	63	69	82	110	120	132	131	129	beat
yoy	-9%	-1%	-1%	26%	16%	65%	24%	7%	19%	-36%	1%	12%	45%	91%	91%	60%	58%	beat

资料来源：公司公告，公司业绩会，彭博，西南证券整理

1.3 亚马逊：经营利润超市场预期，AWS盈利能力提升显著

- **24Q3实际业绩 VS 24Q3市场预期**：公司营收超预期，各业务板块经营利润超预期。1) 收入端：24Q3公司实现总营收1589亿美元，高于市场预期，北美零售和国际零售营收超预期，AWS业务收入略逊于市场预期。2) 利润端：公司毛利润不及预期，而经营利润方面超出市场预期，其中，AWS业务24Q3经营利润率提升至38%，远高于市场预期的33%。
- **24Q4业绩指引 VS 24Q4市场预期**：收入指引中值不及市场预期，经营利润指引中值高于市场预期。24Q3收入指引1815~1885亿美元 (yoy+7~11%)，指引中值低于市场预期；经营利润指引160-200亿美元，中值高于市场预期的175亿元。

24Q3亚马逊实际业绩与市场预期对比

财年 (单位: 亿美元) 对应自然年	FY21Q3	FY21Q4	FY22Q1	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3 (A)	FY24Q3 (E)	超预期 (beat) / 不及预期 (miss)	24Q4指引 下限 上限	24Q4预期 24Q4 (E)	超预期 (beat) / 不及预期 (miss)
总收入	1108	1374	1164	1212	1271	1492	1274	1344	1431	1700	1433	1480	1589	1573	beat	1815 1885	1864	中值miss
yoy	15%	9%	7%	7%	15%	9%	9%	11%	13%	14%	13%	10%	11%	10%	beat	7% 11%	10%	中值miss
毛利润	479	546	499	548	568	636	596	650	681	774	707	742	779	789	miss			
yoy	23%	18%	8%	12%	19%	16%	19%	19%	20%	22%	11%	14%	14%	16%	miss			
毛利率	43%	40%	43%	45%	45%	43%	47%	48%	48%	46%	49%	50%	49%	50%	miss			
经营利润	49	35	37	33	25	27	48	77	112	132	153	147	174.1	147.5	beat	160 200	175	中值beat
yoy	-22%	-50%	-59%	-57%	-48%	-21%	30%	132%	343%	383%	459%	91%	56%	49%	beat	21% 51%	32%	中值beat
经营利润率	4%	3%	3%	3%	2%	2%	4%	6%	8%	8%	11%	10%	11%	9%	beat	9% 11%	9%	中值beat
净利润	32	143	(38)	(20)	29	3	32	68	99	106	104	135	153.3					
yoy	-50%	98%	-147%	-126%	-9%	-98%	-183%	-433%	244%	3722%	3652%	100%	55%					
净利润率	3%	10%	-3%	-2%	2%	0%	2%	5%	7%	6%	7%	9%	10%					
北美零售	656	824	692	744	788	934	769	825	879	1055	863	900	955.4	952.2	beat			
yoy	10%	9%	8%	10%	20%	13%	11%	11%	11%	13%	12%	9%	9%	8%	beat			
收入占比	59%	60%	59%	61%	62%	63%	60%	61%	61%	62%	60%	61%	60%	61%	beat			
经营利润率	1%	0%	-2%	-1%	-1%	0%	1%	4%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	beat			
国际零售	291	373	288	271	277	345	291	297	321	402	319	317	358.9	345.5	beat			
yoy	16%	-1%	-6%	-12%	-5%	-8%	1%	10%	16%	17%	-7%	7%	12%	8%	beat			
收入占比	26%	27%	25%	22%	22%	23%	23%	22%	22%	24%	22%	21%	23%	22%	beat			
经营利润率	-3%	-4%	-5%	-7%	-9%	-7%	-4%	-3%	0%	-1%	3%	1%	4%	1%	beat			
AWS	161	178	184	197	205	214	214	221	231	242	250	263	274.5	274.9	略微miss			
yoy	39%	40%	37%	33%	27%	20%	16%	12%	12%	13%	17%	19%	19%	19%	略微miss			
收入占比	15%	13%	16%	16%	16%	14%	17%	16%	16%	14%	17%	18%	17%	17%	beat			
经营利润率	30%	30%	35%	29%	26%	24%	24%	24%	30%	30%	38%	36%	38%	33%	beat			
资本开支 (固定资产和设备净支出)	148	165	137	141	150	154	131	104	113	134	139	164	213			预计2024年资本 开支约750亿美元		
yoy	50%	25%	23%	9%	2%	-6%	-5%	-26%	-25%	-14%	7%	57%	88%					

资料来源：公司公告，公司业绩会，彭博，西南证券整理

1.4 Meta : App家族表现超预期，现实实验室表现不及预期

- **24Q3实际业绩 VS 24Q3市场预期：整体业绩超预期，但现实实验室表现欠佳。** 24Q3公司实现营收406亿美元，yoy+19%，高于市场预期；经营利润、净利润远超市场预期，经营利润率和净利率分别为43%和39%，明显高于市场预期的41%和34%；但现实实验室业务亏损严重，表现不及市场预期。
- **24Q4业绩指引 VS 24Q4市场预期：营收指引中值高于市场预期，公司再次上调资本开支指引下限。** 24Q3收入指引450~480亿美元，指引中值高于市场预期；公司再次提高全年资本开支指引下限，全年指引为380~400亿美元，前期指引为370~400亿美元。

24Q3 Meta实际业绩与市场预期对比

财年(单位:亿美元) 对应自然年	FY22Q1 22Q1	FY22Q2 22Q2	FY22Q3 22Q3	FY22Q4 22Q4	FY23Q1 23Q1	FY23Q2 23Q2	FY23Q3 23Q3	FY23Q4 23Q4	FY24Q1 24Q1	FY24Q2 24Q2	FY24Q3 (A) 24Q3 (A)	FY24Q3 (E) 24Q3 (E)	超预期 (beat) / 不及预期 (miss)	FY24Q4指引 下限 上限	FY24Q4 (E) 24Q4 (E)	超预期 (beat) / 不及预期 (miss)	
总收入	279	288	277	322	286	320	341	401	365	391	406	403	beat	450	480	461	beat
yoy	7%	-1%	-4%	-4%	3%	11%	23%	25%	27%	22%	19%	18%	beat	12%	20%	15%	beat
毛利润	219	236	220	238	225	261	279	324	298	318	332	329	beat				
yoy	4%	0%	-5%	-13%	3%	10%	27%	36%	32%	22%	19%	18%	beat				
毛利率	78%	82%	79%	74%	79%	81%	82%	81%	82%	81%	82%	82%	beat				
经营利润	85	84	57	64	72	94	137	164	138	148	174	163	beat				
yoy	-25%	-32%	-46%	-49%	-15%	12%	143%	156%	91%	58%	26%	19%	beat				
经营利润率	31%	29%	20%	20%	25%	29%	40%	41%	38%	38%	43%	41%	beat				
净利润	75	67	44	47	57	78	116	140	124	135	157	136	beat				
yoy	-21%	-36%	-52%	-55%	-24%	16%	164%	201%	117%	73%	35%	17%	beat				
净利率	27%	23%	16%	14%	20%	24%	34%	35%	34%	34%	39%	34%	beat				
APP家族	272	284	274	314	283	317	339	390	360	387	403	397	beat				
yoy	6%	-1%	-4%	-4%	4%	12%	24%	24%	27%	22%	19%	17%	beat				
收入占比	98%	98%	99%	98%	99%	99%	99%	97%	99%	99%	99%	99%	beat				
经营利润率	42%	39%	34%	34%	40%	41%	52%	54%	49%	50%	54%	52%	beat				
现实实验室	7	5	3	7	3	3	2	11	4	4	3	3	miss				
yoy	30%	48%	-49%	-17%	-51%	-39%	-26%	47%	30%	28%	29%	49%	miss				
收入占比	2%	2%	1%	2%	1%	1%	1%	3%	1%	1%	1%	1%	miss				
经营利润率	-426%	-621%	-1288%	-589%	-1178%	-1355%	-1782%	-434%	-874%	-1271%	-1640%	-468%	miss				
资本开支	55	77	95	92	71	64	68	79	67	85	92	110	miss	2024年全年指引 380~400亿美元	2024年市场预期 合计380.1亿美元	Meta再次上调全 年资本开支指引	
yoy	25%	64%	109%	66%	28%	-18%	-29%	-14%	-27%	33%	36%	63%	miss				

资料来源：公司公告，公司业绩会，彭博，西南证券整理

目 录

一、业绩概览篇：利润端优化明显，业务表现分化加剧

二、组织提效篇：组织架构持续优化，经营效率显著提升

2.1 微软：业务收购带来人员增长，成本管控效果稳定

2.2 谷歌：组织优化基本结束，盈利能力持续回升

2.3 亚马逊：人员配置谨慎增加，经营效率显著改善

2.4 Meta：员工招聘持续恢复，利润率同环比提升

三、资本开支篇：资本开支维持高位，2025年有望继续增长

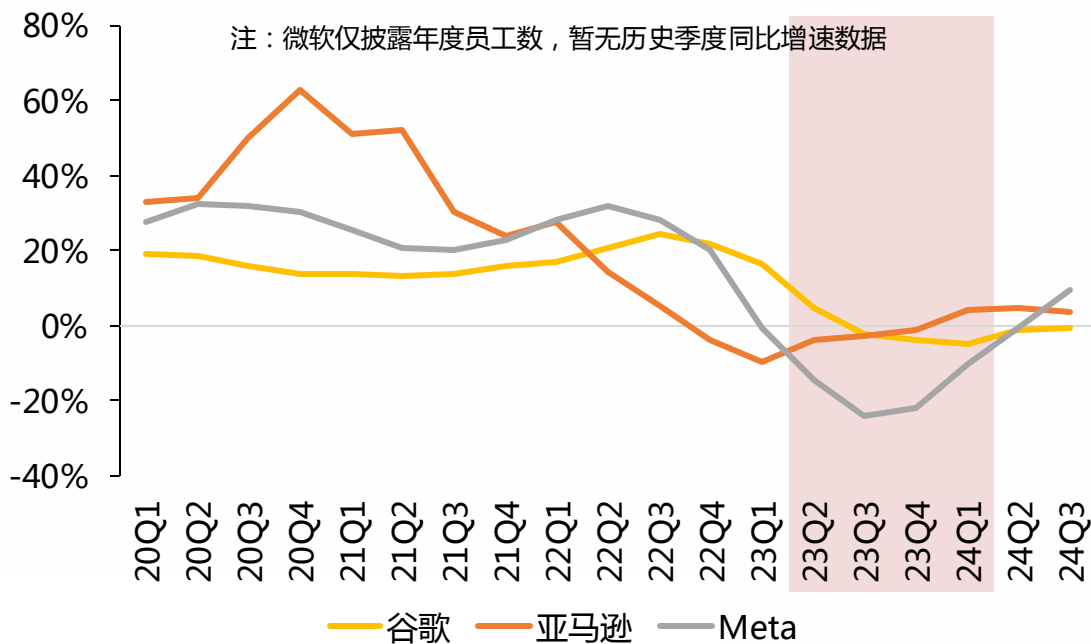
四、云计算篇：云厂商竞争加剧，AI持续贡献业绩

五、数字广告篇：AI赋能推荐系统，助力变现效率提升

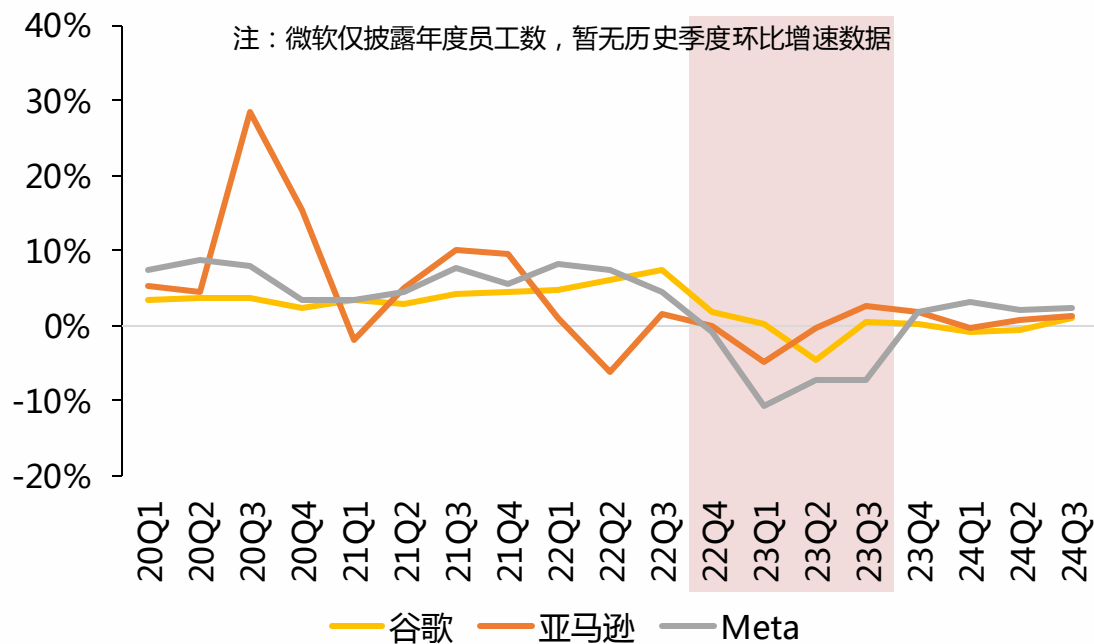
2 组织提效篇：组织架构持续优化，经营效率显著提升

- 从组织优化结构来看：人员优化周期有望结束，逐步聚焦内部结构调整。** 24Q3海外四大科技公司员工人数均有小幅增加。根据微软24Q3业绩会，员工人数较去年同期高出8%，剔除收购动视暴雪影响，则人员数量较上年同期增长2%；谷歌员工数量环比净增加1687人，yoy-1%，qoq+1%，部分AI团队已从Google Services部门转移至Google DeepMind部门；亚马逊员工人数环比净增加1.9万人，yoy+3%，qoq+1%，强调实行有计划的人员招聘；而Meta员工人数环比净增加1605人，yoy+9%，qoq+2%，增长主要来自公司在变现、基础设施、Reality Labs、生成式AI等方面的招聘。可以看出，海外四大科技厂商的员工数量已基本实现正增长，大裁员阶段已基本结束，未来，海外科技公司将主要聚焦在内部结构调整、着重AI人才引进、优化AI组织架构等方向。

20Q1-24Q3海外四大科技公司员工人数同比增速



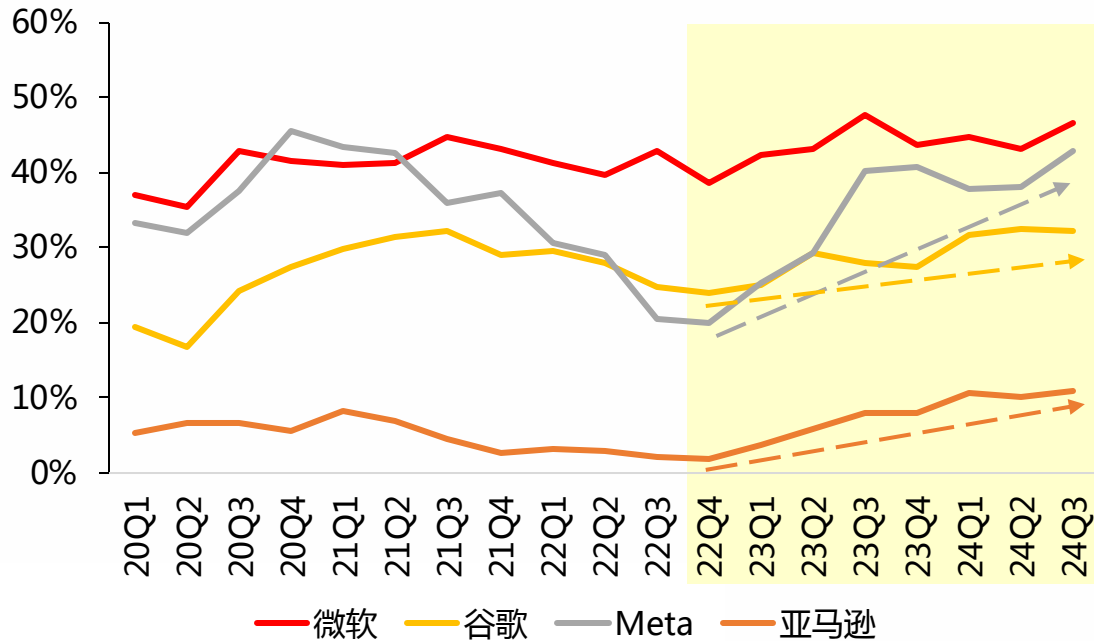
20Q1-24Q3海外四大科技公司员工人数环比增速



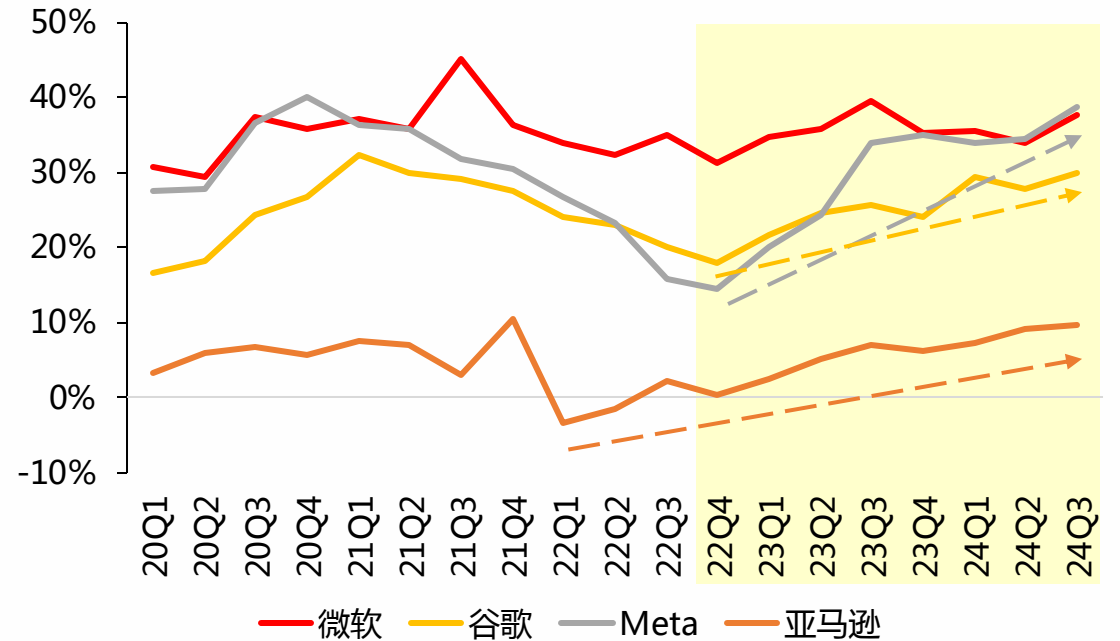
2 组织提效篇：组织架构持续优化，经营效率显著提升

- 从经营提效成果来看：成本优化效果显著，利润率接近历史较高水平。**近年来，随着海外科技厂商AI投入增加，成本压力逐渐增大，各公司在实行组织提效的同时，还通过调整基础设施折旧年限，减轻成本压力。24Q3，微软经营利润率和净利率分别为47%和38%，生产力与商业流程/智能云/个人计算三大板块业务盈利能力均实现环比提升；谷歌经营利润率和净利率分别提升至32%和30%，主要得益于成本费用控制稳定、云业务盈利能力持续提升；而亚马逊经营利润率约为11%，同比+3.2pp，环比+1.0pp，其中，AWS业务经营利润表现亮眼；Meta经营利润率约43%，同比+2.5pp，环比+4.7pp，其中App家族业务贡献突出。可以看出，海外科技公司通过提升基础设施使用效率，三大云厂商的云业务、以及Meta的广告业务，均实现经营利润率的持续提升，成本优化效果显著。

20Q1-24Q3海外四大科技公司经营利润率



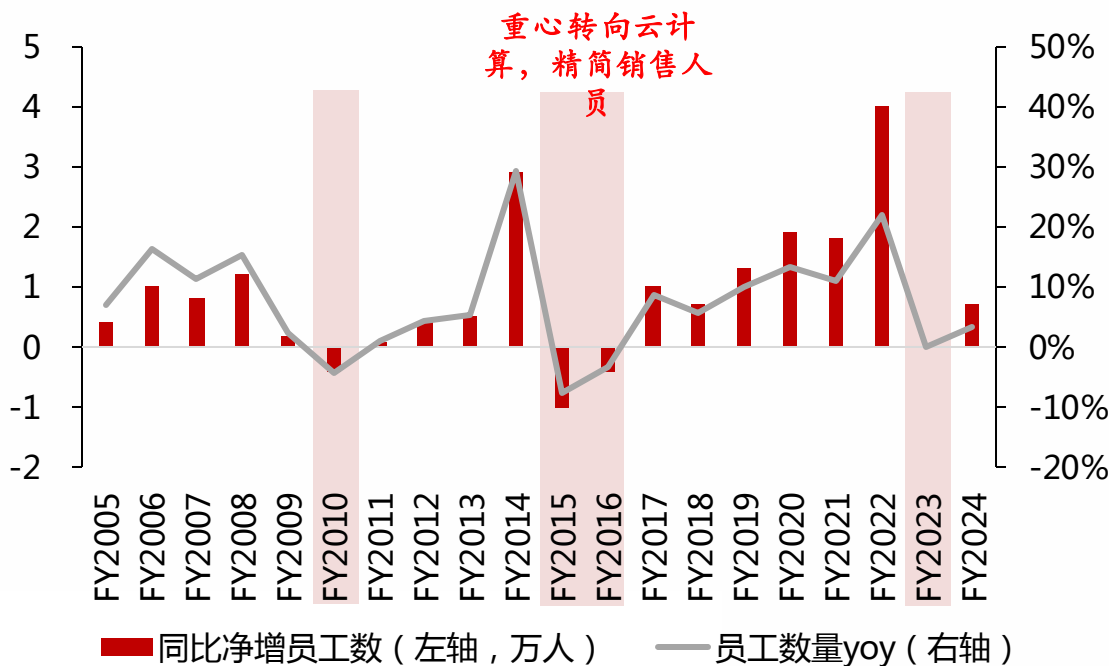
20Q1-24Q3海外四大科技公司净利率



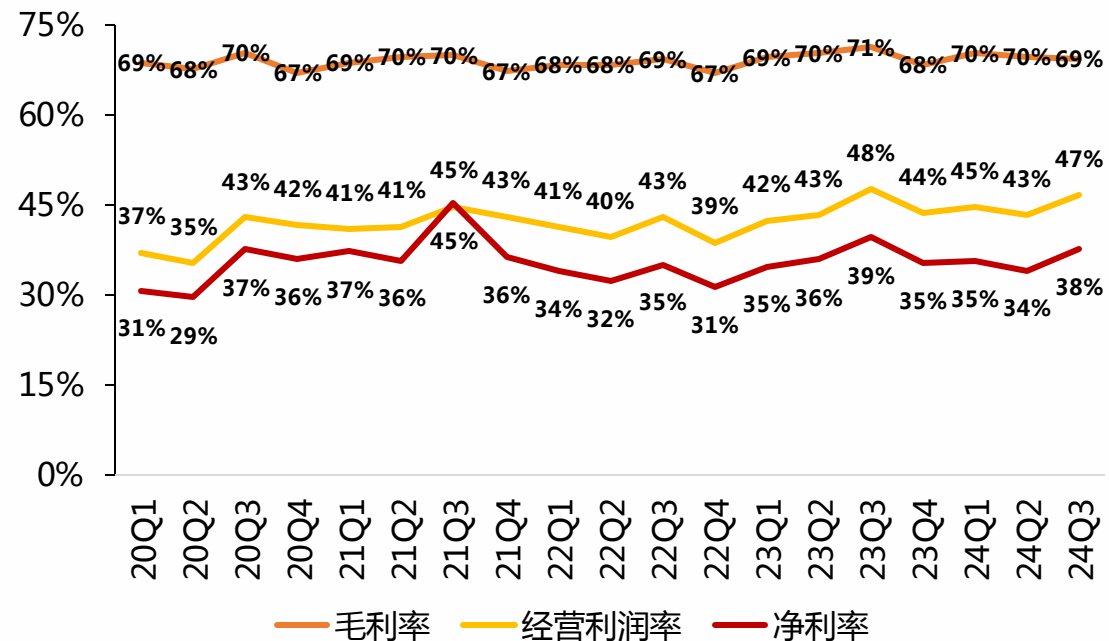
2.1 微软：业务收购带来人员增长，成本管控效果稳定

- 从员工变动情况来看：业务收购带来人员增长，员工规模小幅扩充。FY2024 (CY23Q3至CY24Q2) 微软员工数量实现小幅扩充，净增加7千人至22.8万人，yoy+3%。根据公司业绩会，截至FY25Q1 (CY24Q3)，员工人数比一年前高出8%，主要系收购动视暴雪所致，若剔除收购带来的影响，员工人数则相较一年前高出2%。
- 从利润率水平来看：毛利率相对平稳，经营利润率回升。24Q3 (FY25Q1) 公司毛利率/经营利润率/净利率分别为69%/47%/38%，成本管控效果相对稳定。

FY2005-FY2024微软员工数量变动



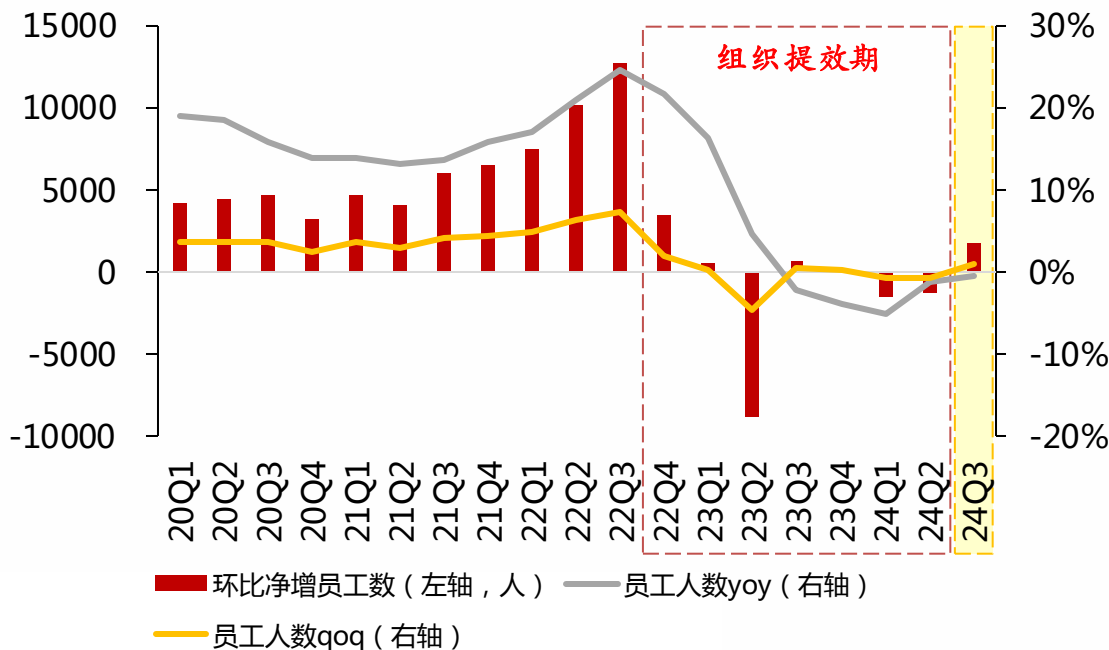
20Q1-24Q3微软利润率水平



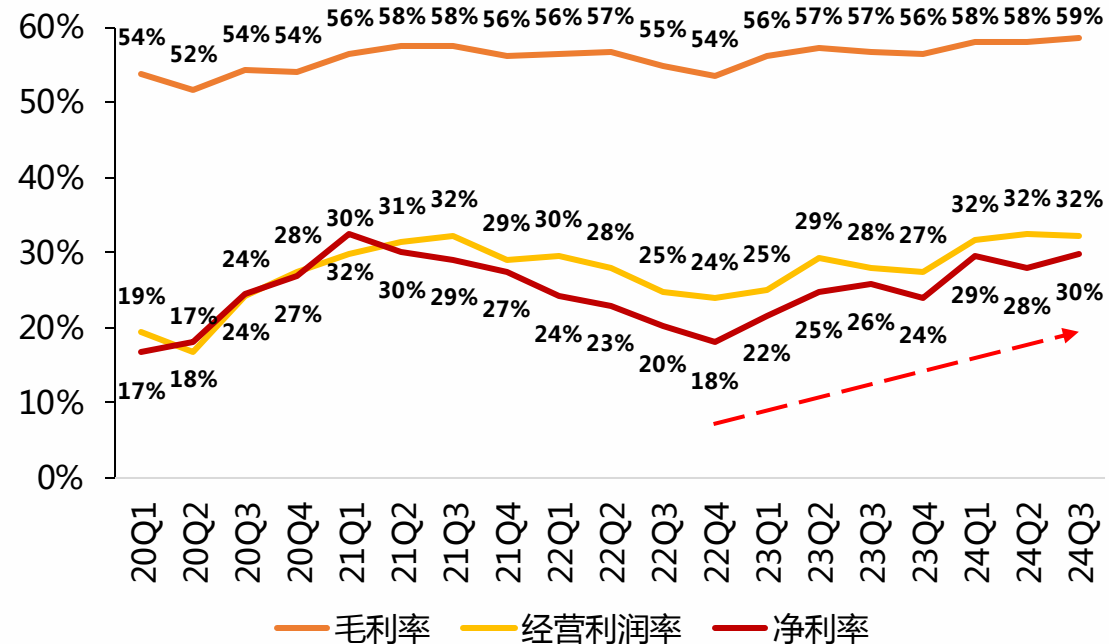
2.2 谷歌：组织优化基本结束，盈利能力持续回升

- 从员工变动情况来看：AI团队进行组织架构调整，公司员工数量重回增长。24Q3公司员工人数环比净增加1687人；截至24Q3，公司员工总数超18万人，yoy-1%，qoq+1%。根据24Q3业绩会，公司在2024年5月进行组织架构调整后，已将部分AI团队从Google Services部门转移至Google DeepMind部门。
- 从利润率水平来看：盈利能力呈现上升趋势，成本优化效果显著。22Q4至24Q3公司经营利润率和净利率分别从24%和18%波动提升至32%和30%，已接近2021年较高水平，反映组织优化效果显著、云业务盈利能力持续提升、成本费用控制稳定。

20Q1-24Q3谷歌员工数量变动



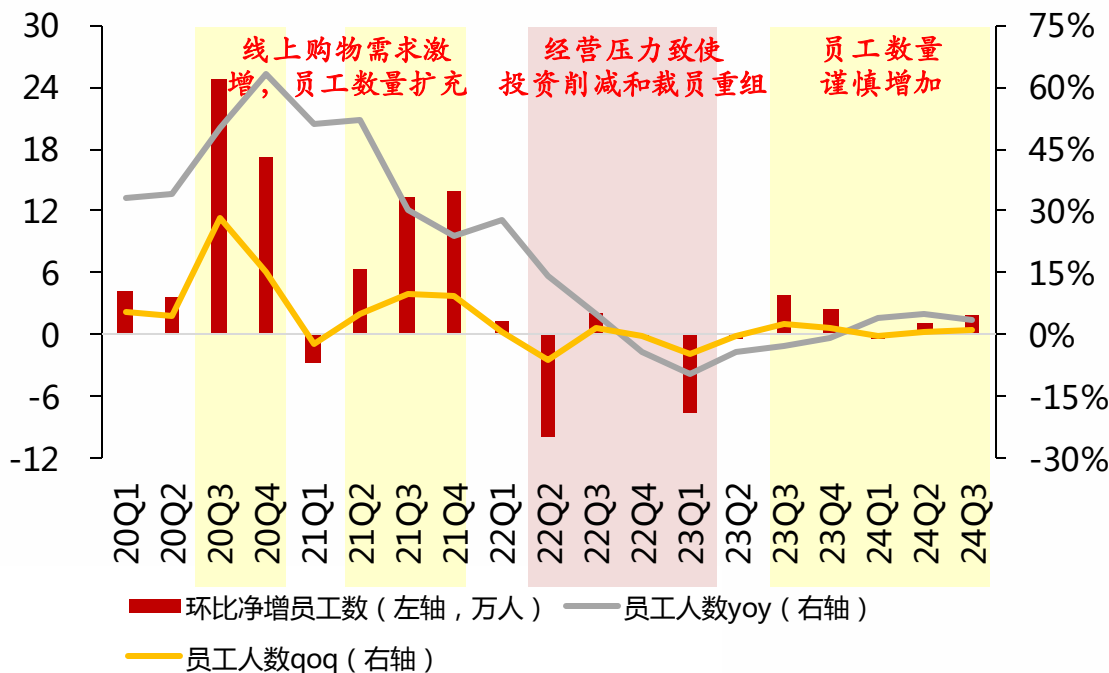
20Q1-24Q3谷歌利润率水平



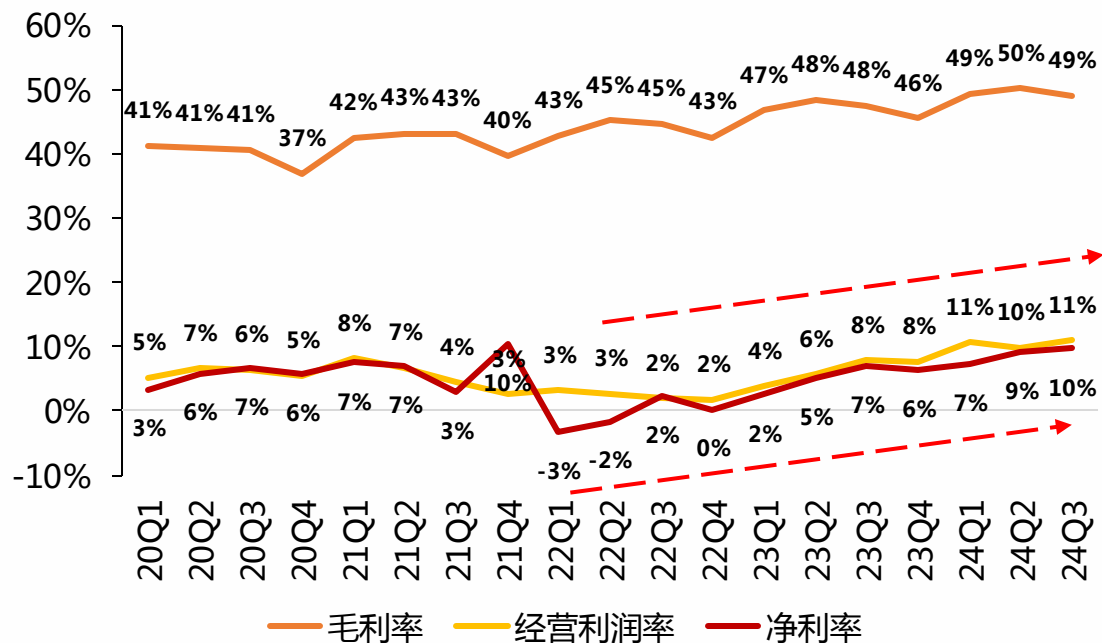
2.3 亚马逊：人员配置谨慎增加，经营效率显著改善

- **从员工变动情况来看**：24Q3公司员工环比净增加1.9万人，总人数达155.1万人，yoy+3%，qoq+1%。2022年至2023年，公司在经营压力下，进行多次裁员。而后，随着经营情况改善，**人员配置逐步趋于稳定，人员数量有小幅增加，主要聚焦于组织结构优化。**
- **从利润率水平来看**：24Q3公司经营利润率约为11%，同比+3.2pp，环比+1.0pp，超出市场预期的9%，主要系公司在成本控制方面继续努力，包括有计划的招聘、专注于基础设施效率以及在业务中减少成本。从具体业务板块来看，**北美零售业务**通过继续改进运输网络的成本结构、改善库存位置、提高发货效率，**已连续7个季度实现经营利润率的提升**；**AWS业务**在成本控制方面持续努力，并通过延长服务器预期使用寿命，**推动经营利润实现同比较高增长。**

20Q1-24Q3亚马逊员工数量变动



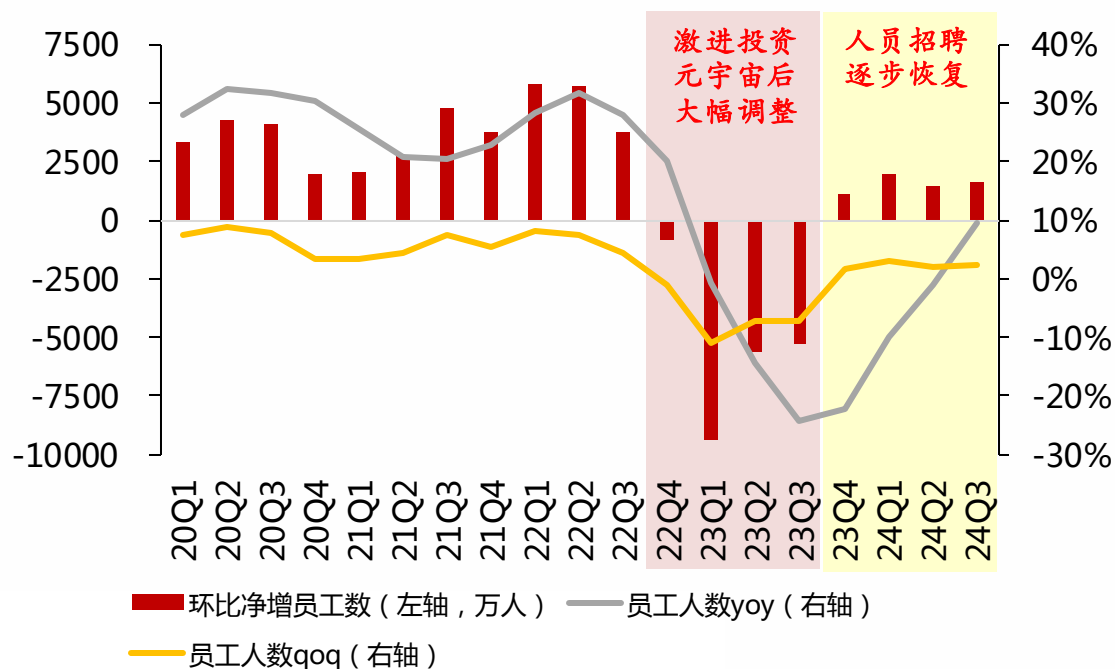
20Q1-24Q3亚马逊利润率水平



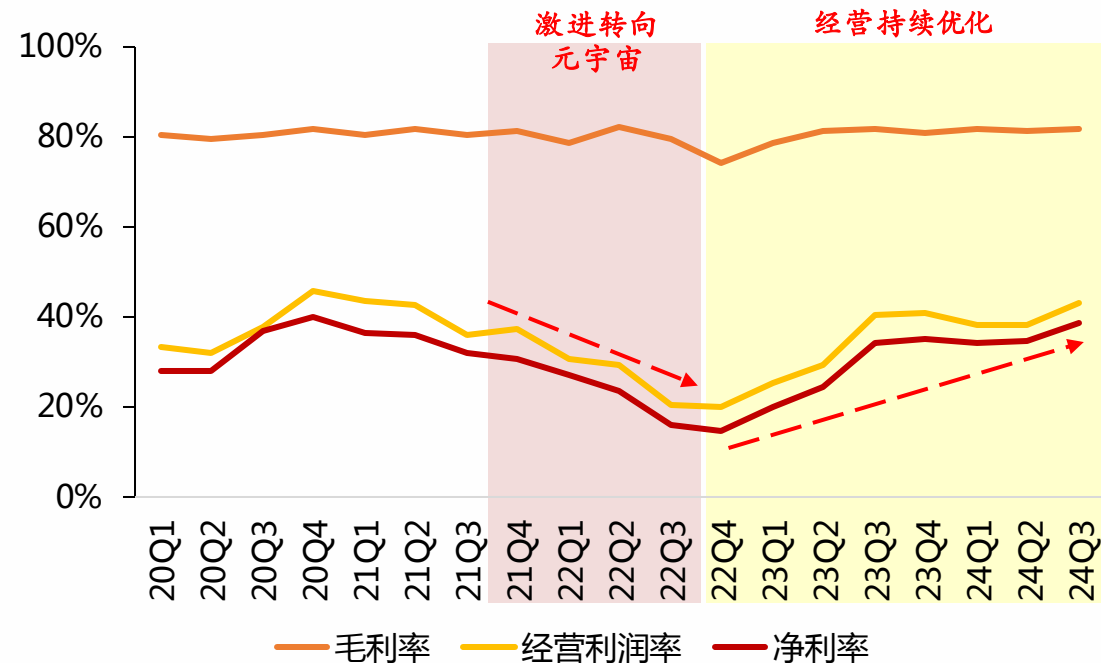
2.4 Meta : 员工招聘持续恢复，利润率同环比提升

- 从员工变动情况来看：**截至24Q3，Meta员工数量为72404人，环比净增加1605人，yoy+9%，qoq+2%。相较于其他三家科技公司，Meta组织优化启动时间早、恢复招聘时间相应较早。根据24Q3业绩会，**公司人员增长主要来自公司在变现、基础设施、Reality Labs、生成式AI以及监管和合规方面的招聘增加。**
- 从利润率水平来看：**24Q3，Meta经营利润率和净利率分别约为43%和39%，同比分别+2.5pp和+4.7pp，环比分别+4.7pp和+4.2pp，自22Q4组织调整以来，公司成本优化效果明显。

20Q1-24Q3 Meta员工数量变动



20Q1-24Q3 Meta经营利润率和净利率



目 录

一、业绩概览篇：利润端优化明显，业务表现分化加剧

二、组织提效篇：组织架构持续优化，经营效率显著提升

三、资本开支篇：资本开支维持高位，2025年有望继续增长

3.1 微软：资本支出同比高速增长，环比增速开始放缓

3.2 谷歌：资本开支维持高位，预计2025年同比增幅减小

3.3 亚马逊：2024全年资本开支有望达750亿美元，主要用于AWS生成式AI

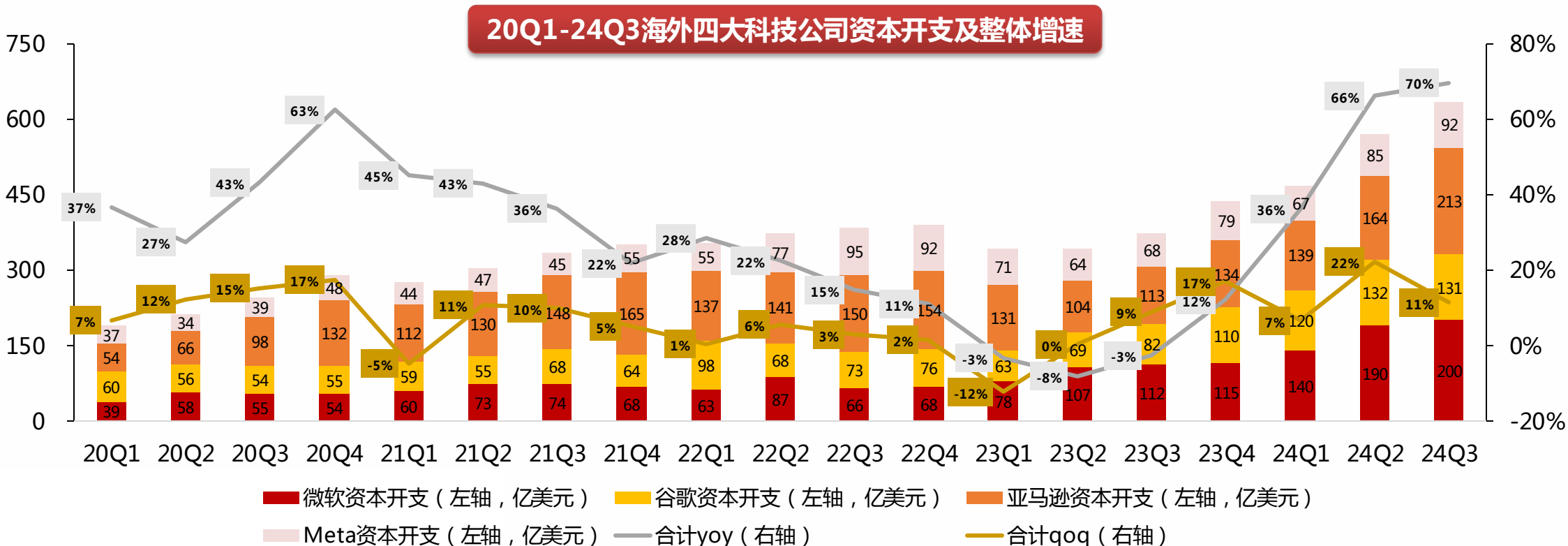
3.4 Meta：再次上调2024年指引下限，预计2025年仍将大幅增长

四、云计算篇：云厂商竞争加剧，AI持续贡献业绩

五、数字广告篇：AI赋能推荐系统，助力变现效率提升

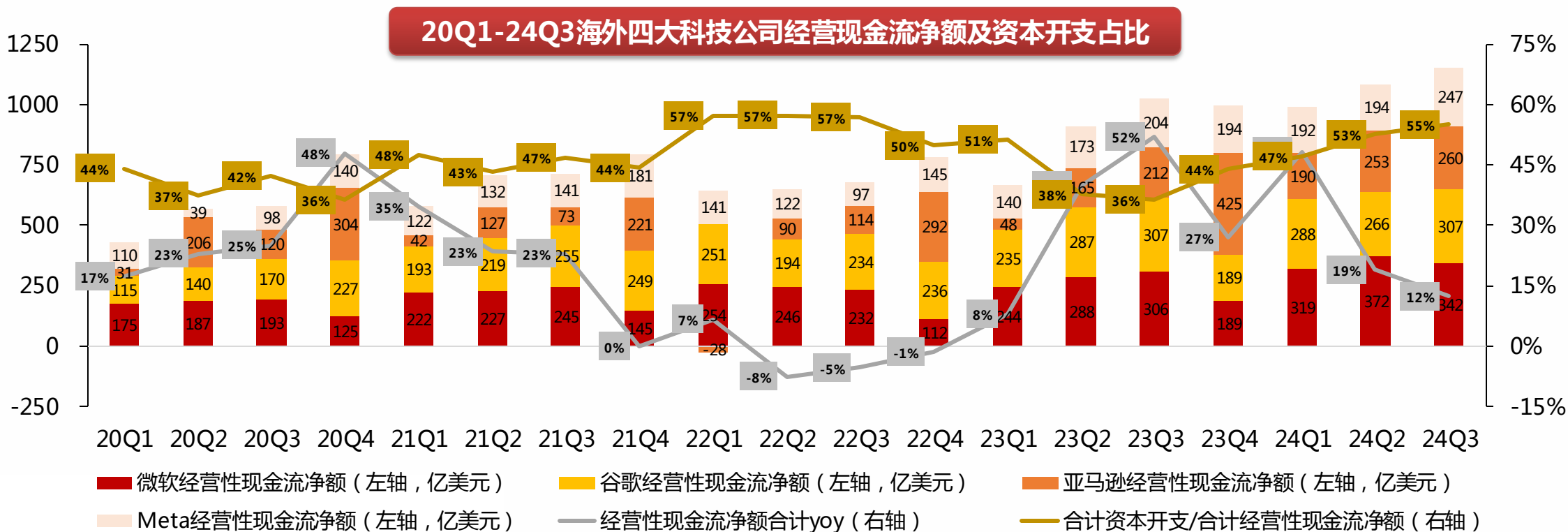
3 资本开支篇：资本开支维持高位，2025年有望继续增长

- 24Q3资本开支现状：基础设施持续投入，资本开支高速增长。** 24Q3海外四大科技公司合计资本开支约635亿美元，合计同比增速约70%，仍然保持高速增长态势。根据各公司业绩会，微软FY2024资本开支中GPU和CPU支出占比约一半、基础设施建设占一半；谷歌的资本开支增长主要由基础设施驱动，最大的部分是服务器（约占60%），其次是数据中心和网络设备（约占40%）；亚马逊资本开支中的大部分资金用于支持不断增长的AWS基础设施需求；Meta同样由服务器、数据中心和网络基础设施投资驱动。
- 24Q4和2025年资本开支指引：资本开支维持高位，2025年同比继续增加。** 微软和亚马逊表示24Q4资本开支将环比增加，谷歌资本开支仍将维持高位，Meta再次上调2024年全年资本开支指引下限；且四大科技公司均表示2025年资本开支将高于2024年。



3 资本开支篇：资本开支维持高位，2025年有望继续增长

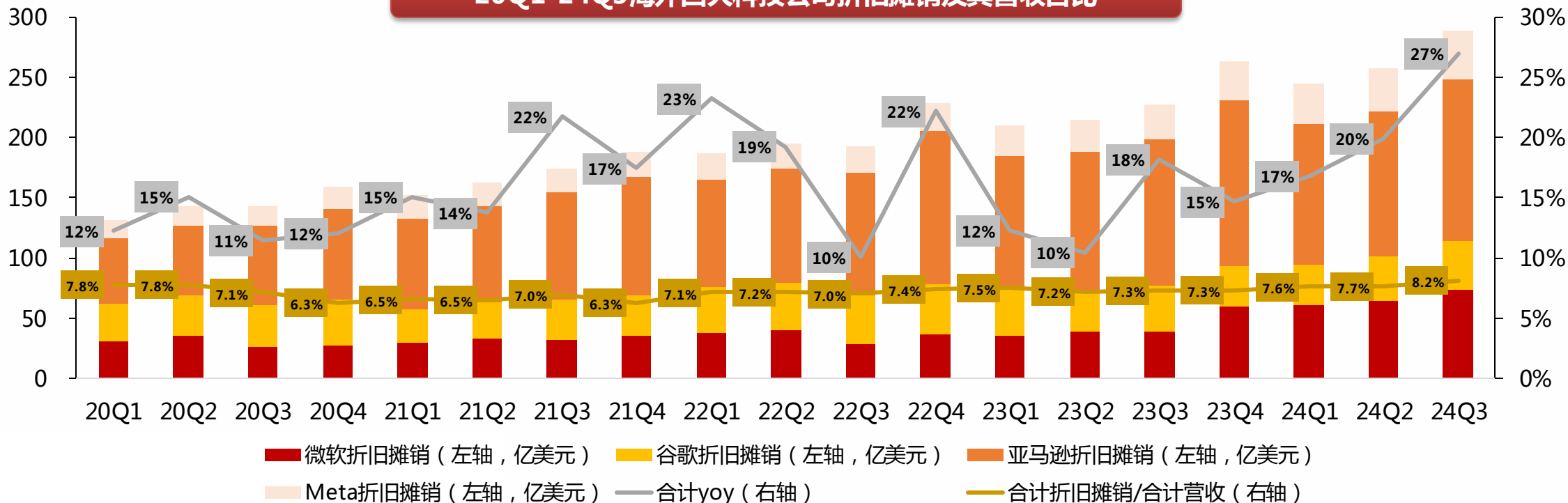
- 科技大厂现金流金额可观，经营性现金流净额持续增长。由于海外四大科技公司的主营业务在各自领域中均处于领先地位、具备较高护城河，每年带来的经营性现金流金额较为可观，为投资数据中心能够提供强大的资金支持，24Q3四大科技公司整体经营性现金流净额约1156亿美元，同比增长12%。
- 资本开支在经营性现金流净额中的占比逐步提升，部分厂商开始采用融资租赁以缓解现金流压力。根据历史数据，四大科技公司合计资本开支占经营性现金流净额的比例通常位于35%~60%，而24Q3占比约55%，已处于历史较高水平，部分厂商为缓解现金流压力，已采取融资租赁等方式来解决问题。



3 资本开支篇：资本开支维持高位，2025年有望继续增长

- 科技大厂折旧摊销加速增长，其营收占比有所提高。24Q3四大科技公司合计折旧与摊销金额约288亿美元，同比增长27%，高于14%的合计营收增速，合计折旧摊销占合计营收的比例约8.2%，同比+0.8pp，且根据20Q1-24Q2历史数据，四大科技公司合计折旧摊销占营收的比例通常位于6%~8%，而24Q3比值首次超过8%，处于近四年高位。
- 科技大厂折旧年限延长，服务器折旧年限调整为六年。近年来，海外科技大厂随着对AI及业务资源投入的增加，逐渐面临成本压力，各个公司在采取组织提效、融资租赁等措施的同时，也在重新评估设备资产的预期使用寿命、调整折旧年限，通过会计方法减少折旧费用，轻不断增长的成本压力，截至目前，四大科技厂商均已将服务器使用寿命延长至六年。

20Q1-24Q3海外四大科技公司折旧摊销及其营收占比



资料来源：各公司公告，西南证券整理

3 资本开支篇：资本开支维持高位，2025年有望继续增长

□ 从资本开支yoy来看：谷歌、微软投资节奏领先；亚马逊加速追赶。

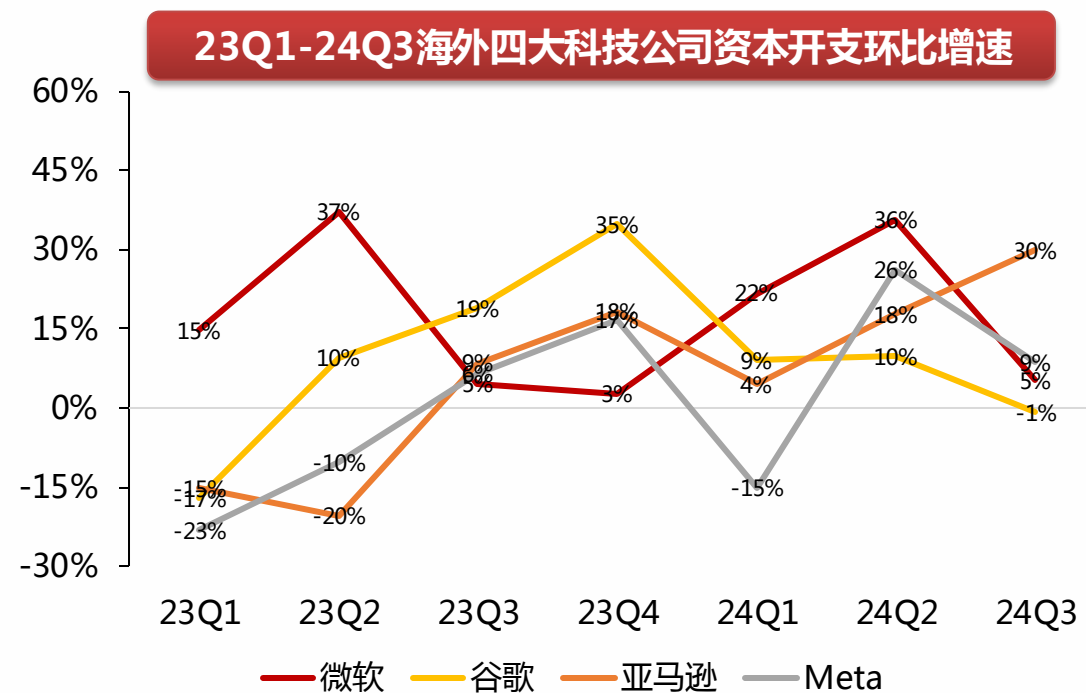
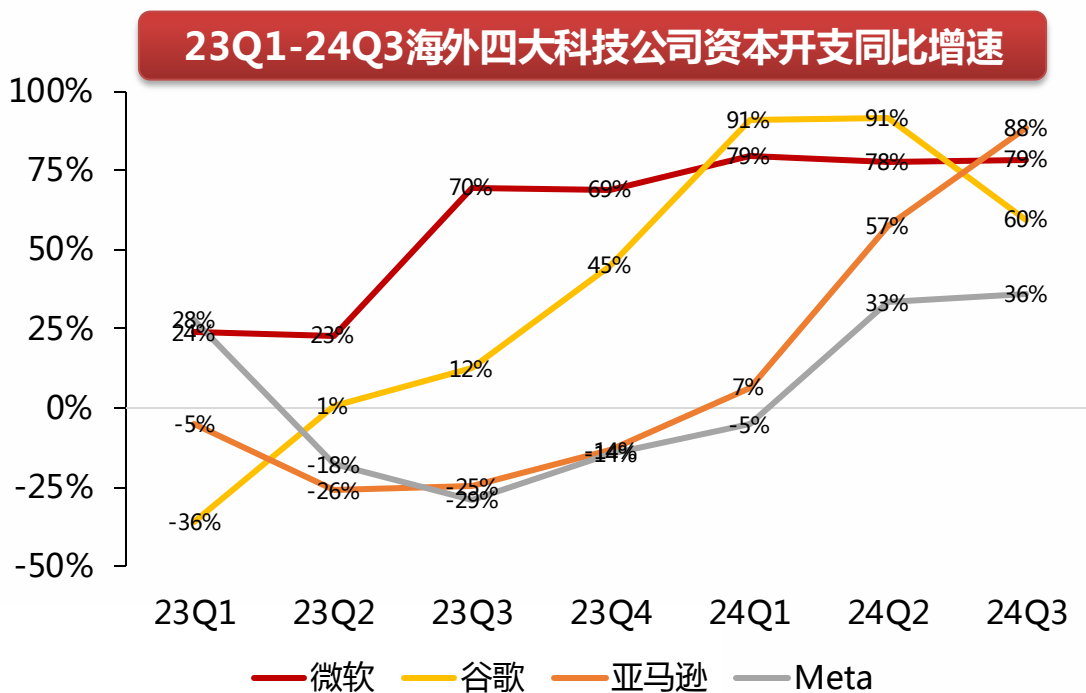
➢ 24Q2回顾：谷歌 (yoy+91%) > 微软 (yoy+78%) > 亚马逊 (yoy+57%) > Meta (yoy+33%)。

➢ 24Q3更新：亚马逊 (yoy+88%) > 微软 (yoy+79%) > 谷歌 (yoy+60%) > Meta (yoy+36%)。

□ 从资本开支qoq来看：微软、谷歌环比增长放缓；亚马逊环比高增。

➢ 24Q2回顾：微软 (qoq+36%) > Meta (qoq+26%) > 亚马逊 (qoq+18%) > 谷歌 (qoq+10%)。

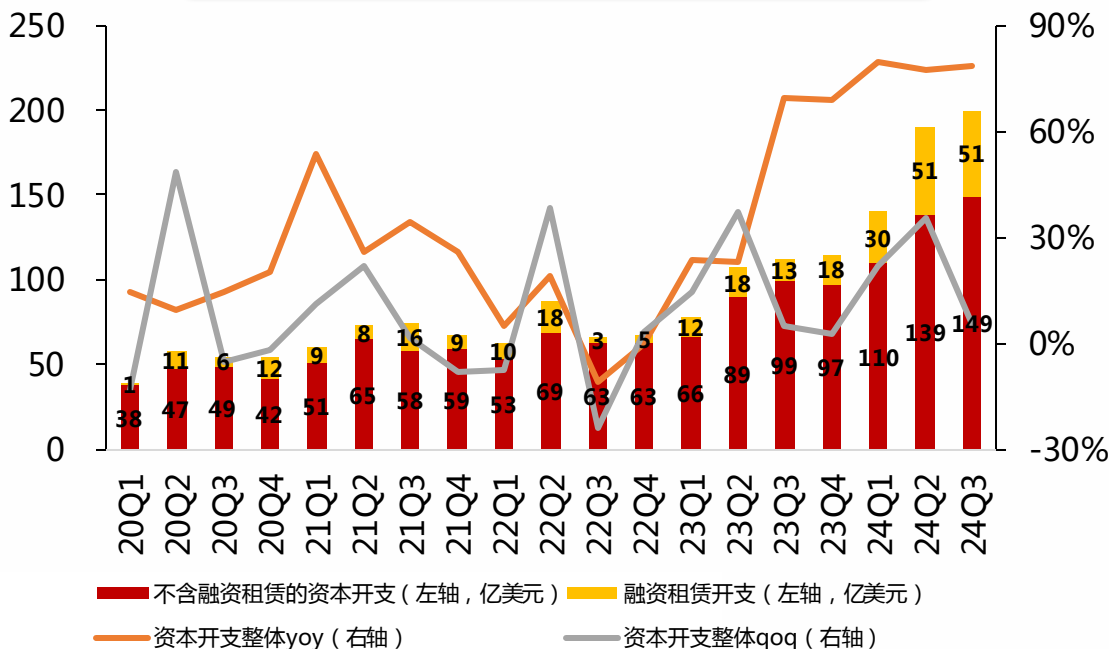
➢ 24Q3更新：亚马逊 (qoq+30%) > Meta (qoq+9%) > 微软 (qoq+5%) > 谷歌 (qoq-1%)。



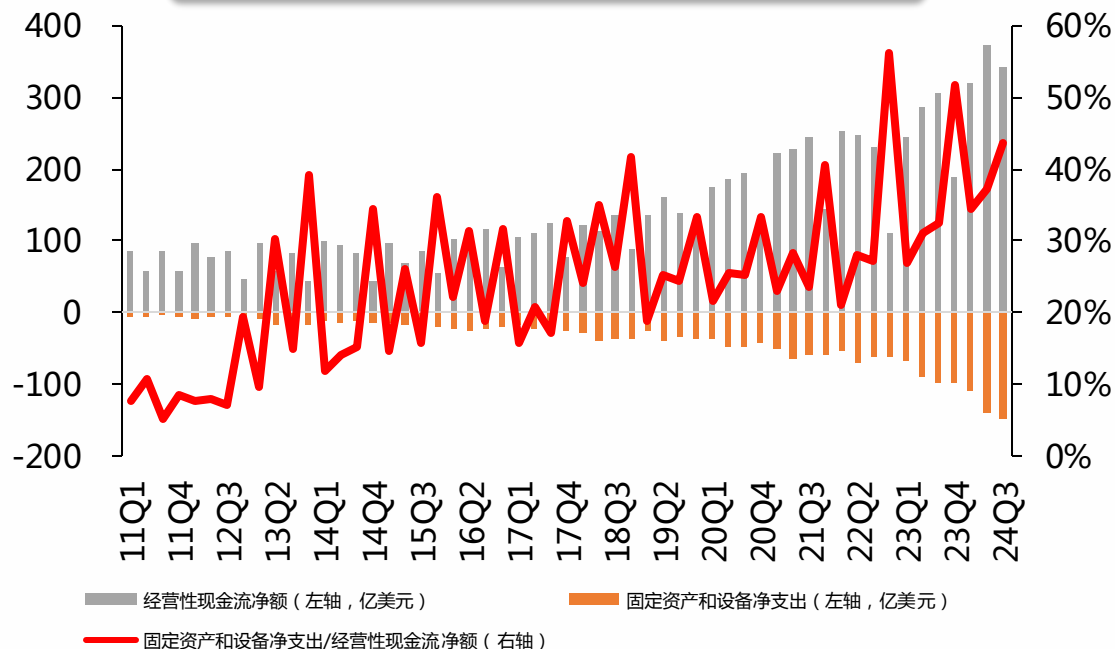
3.1 微软：资本支出同比高速增长，环比增速开始放缓

- 24Q3 (FY25Q1) 资本开支现状**：24Q3微软含融资租赁的资本开支为200亿美元，yoy+79%，qoq+5%，qoq增速于24Q3开始呈现放缓趋势。近年来，由于资本开支不断增长，**固定资产和设备净支出在经营性现金流净额中的占比逐步抬升**，微软为减轻现金流压力，选择通过加大融资杠杆、向第三方厂商租赁数据中心的方式缓解该问题，24Q3公司融资租赁开支约50亿美元，不含融资租赁的资本开支为149亿美元，yoy+50%，qoq+8%。根据公司业绩会，**云和AI相关的支出中约有一半继续用于支持未来十五年及以后能够变现的长期资产**，剩余支出主要用于包括CPU和GPU在内的服务器上，以满足客户需求。
- 24Q4及2025年资本开支指引**：根据公司业绩会，预计24Q4资本支出仍将环比增长；FY2025资本支出将高于FY2024财年。

20Q1-24Q3微软资本开支及融资租赁情况



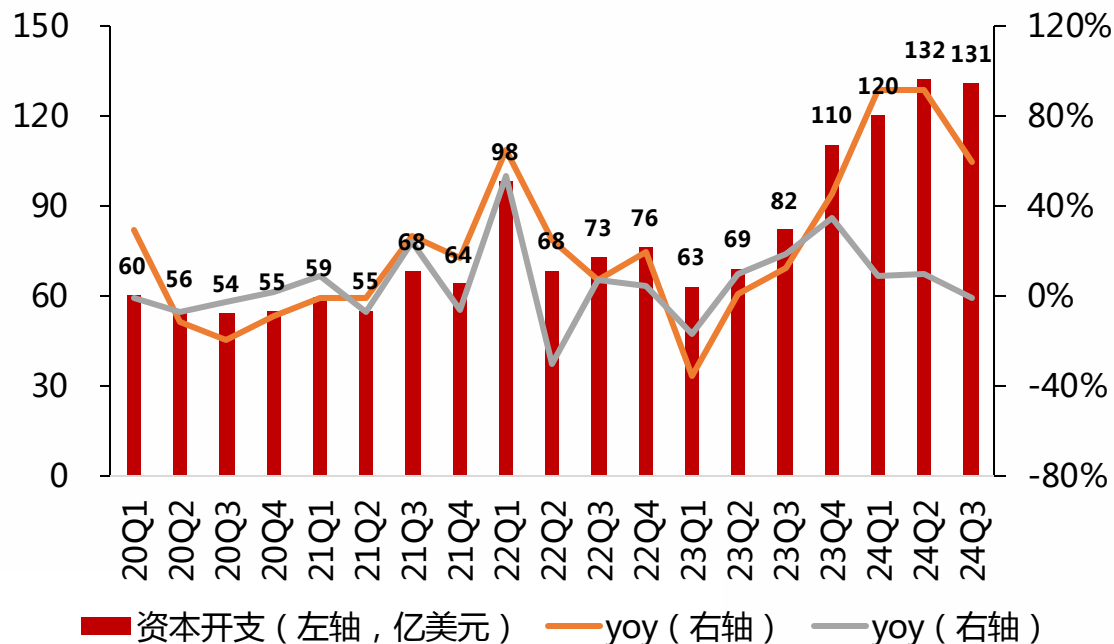
11Q1-24Q3微软固定资产和设备支出占比



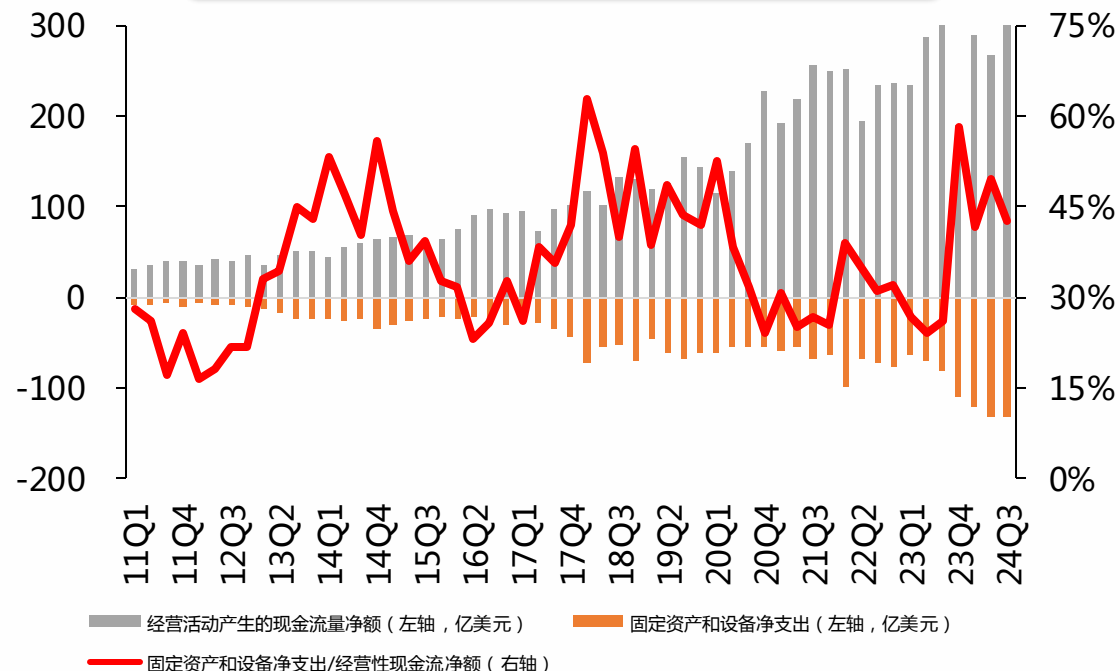
3.2 谷歌：资本开支维持高位，预计2025年同比增幅减小

- 24Q3资本开支现状**：131亿美元，yoy+60%，qoq-1%，当前，公司固定资产和设备净支出在经营性现金流净额中的占比已处于历史较高水平。根据公司业绩会，资本开支主要由基础设施投资推动，最大的组成部分是服务器，其次是数据中心和**网络设备（24Q3新增表述）**投资，其中，**约60%用于服务器、40%用于数据中心和网络设备**。数据中心的容量扩张预计将为公司在投资的国家 and 地区带来经济利益，仅24Q3，公司宣布超过70亿美元的数据中心投资计划，其中近60亿美元在美国。同时，公司正在进行**清洁能源投资**，包括世界上首个企业协议，**从多个小型模块化反应堆购买核能**，这将能够提供高达500兆瓦的新全天候无碳电力。
- 24Q4及2025年资本开支指引**：根据公司业绩会，24Q4将与24Q3开支水平相同；预计2025年资本开支将**同比增加，但增幅减小**。

20Q1-24Q3谷歌资本开支情况



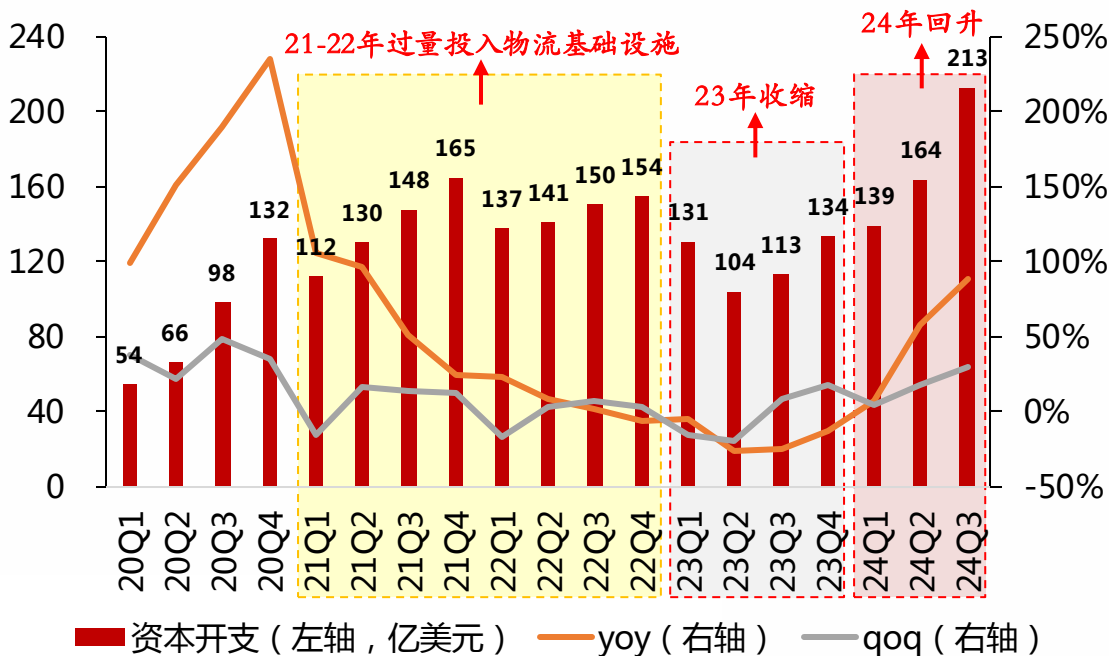
11Q1-24Q3谷歌固定资产和设备支出占比



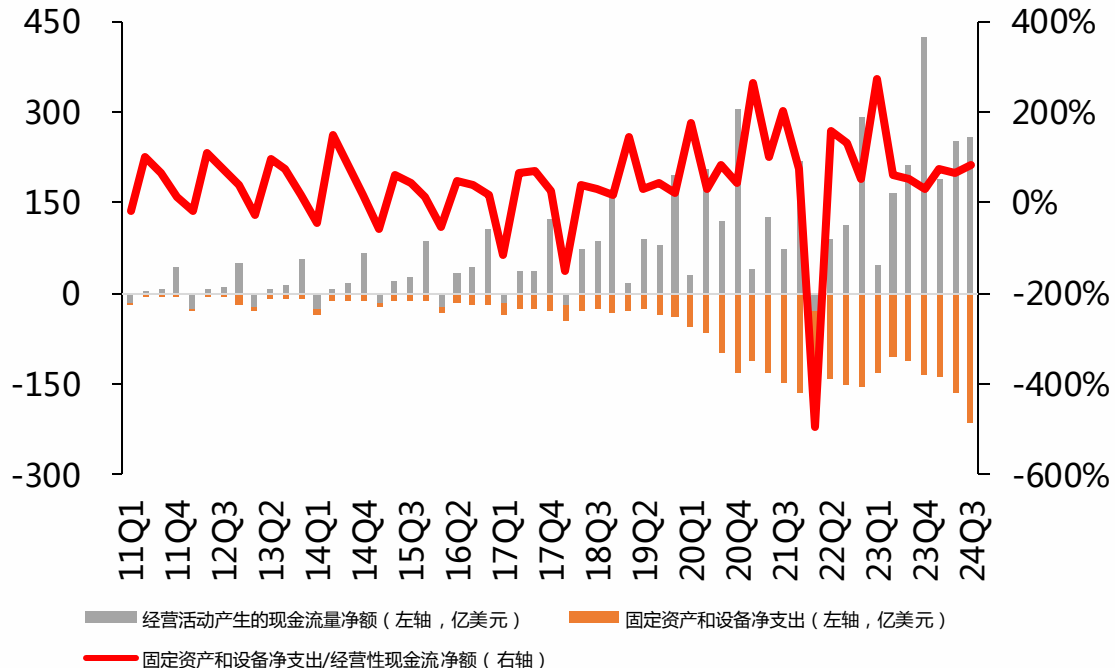
3.3 亚马逊：2024全年资本开支有望达750亿美元，主要用于AWS生成式AI

- ❑ **24Q3资本开支现状**：213亿美元，yoy+88%，qoq+30%。根据**公司业绩会**，资本开支中的大部分资金是用于支持**技术基础设施的增长需求，主要与AWS业务有关、由生成式AI推动**；此外，部门资金还将用于支持北美和国际零售业务的基础设施需求，如履行和运输网络、当日送达设施投资、以及机器人和自动化等方面的投资。
- ❑ **2024及2025年全年资本开支指引**：根据24Q3业绩会，公司**预计2024年全年资本开支约750亿美元**，24Q1-24Q3资本开支合计约516亿美元，在该指引下，2024年全年资本开支将同比增加56%；且公司预计2025年资本开支有望高于2024年支出水平。

20Q1-24Q3亚马逊资本开支情况



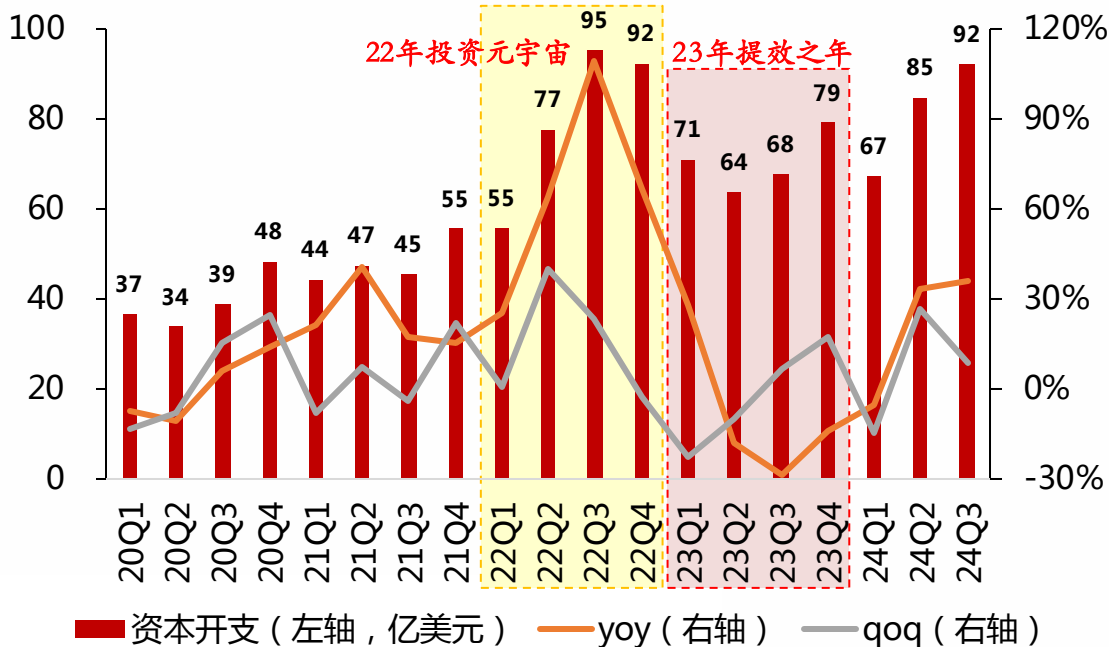
11Q1-24Q3亚马逊固定资产设备支出占比



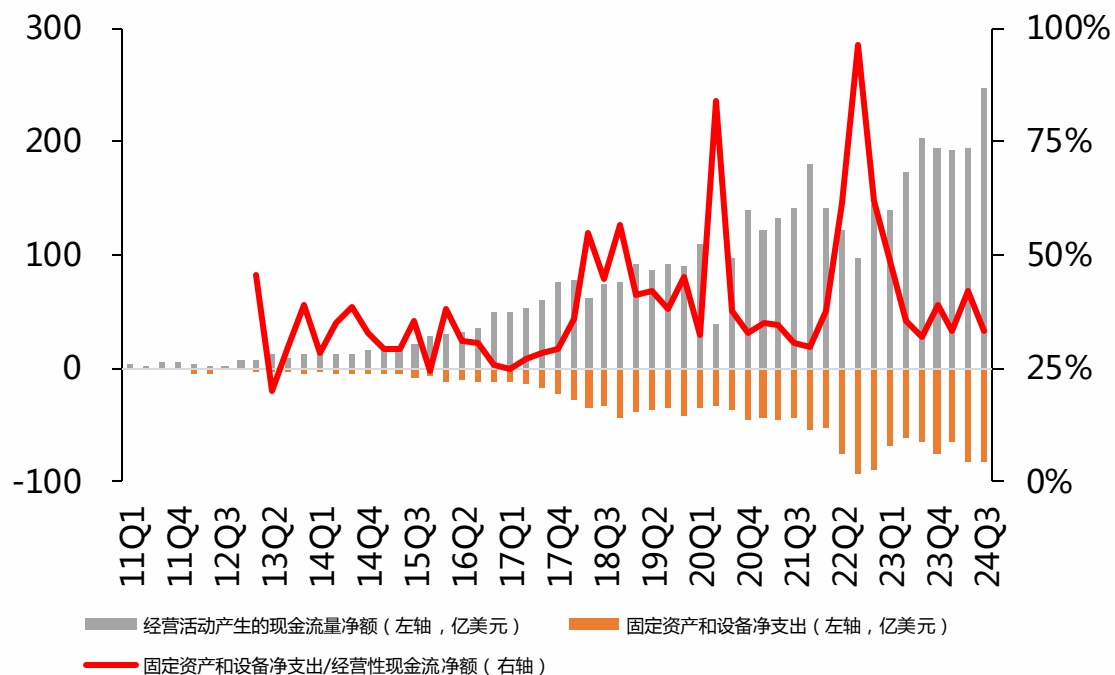
3.4 Meta : 再次上调2024年指引下限，预计2025年仍将大幅增长

- 24Q3资本开支现状**：92亿美元，yoy+36%，qoq+9%。根据24Q3业绩会，公司资本开支主要由服务器、数据中心和网络基础设施投资驱动。其中，部分资本支出受24Q3服务器交付时间的影响，预计将于24Q4支付。
- 2024及2025年全年资本开支指引**：根据公司业绩会，公司预计**2024年全年资本支出将在380~400亿美元，再次上调资本开支指引下限**（此前24Q2指引为370~400亿美元/24Q1业绩会给出指引350~400亿美元/此前23Q4业绩会给出指引300~370亿美元/23Q3业绩会给出指引300~350亿美元）。公司预计2025年资本支出将显著增长，明年基础设施费用增长将大幅加速，且折旧和运营费用有望迎来更高增长。

20Q1-24Q3 Meta 资本开支情况



11Q1-24Q3 Meta 固定资产设备支出占比



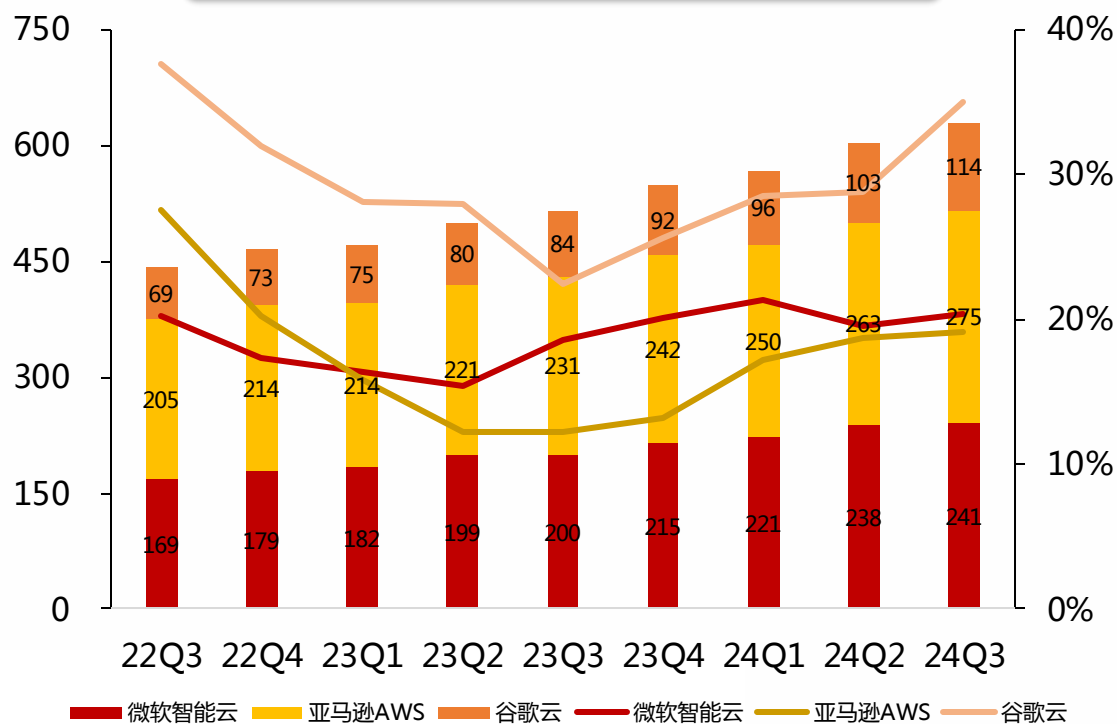
目 录

- ◆ **一、业绩概览篇：利润端优化明显，业务表现分化加剧**
- ◆ **二、组织提效篇：组织架构持续优化，经营效率显著提升**
- ◆ **三、资本开支篇：资本开支维持高位，2025年有望继续增长**
- ◆ **四、云计算篇：云厂商竞争加剧，AI持续贡献业绩**
 - 4.1 微软：AI贡献小幅增加，Azure增速有所放缓
 - 4.2 谷歌：云业务表现超出市场预期，同比增速进一步抬升
 - 4.3 亚马逊：AWS经营利润优化，AI贡献数十亿美元收入
- ◆ **五、数字广告篇：AI赋能推荐系统，助力变现效率提升**

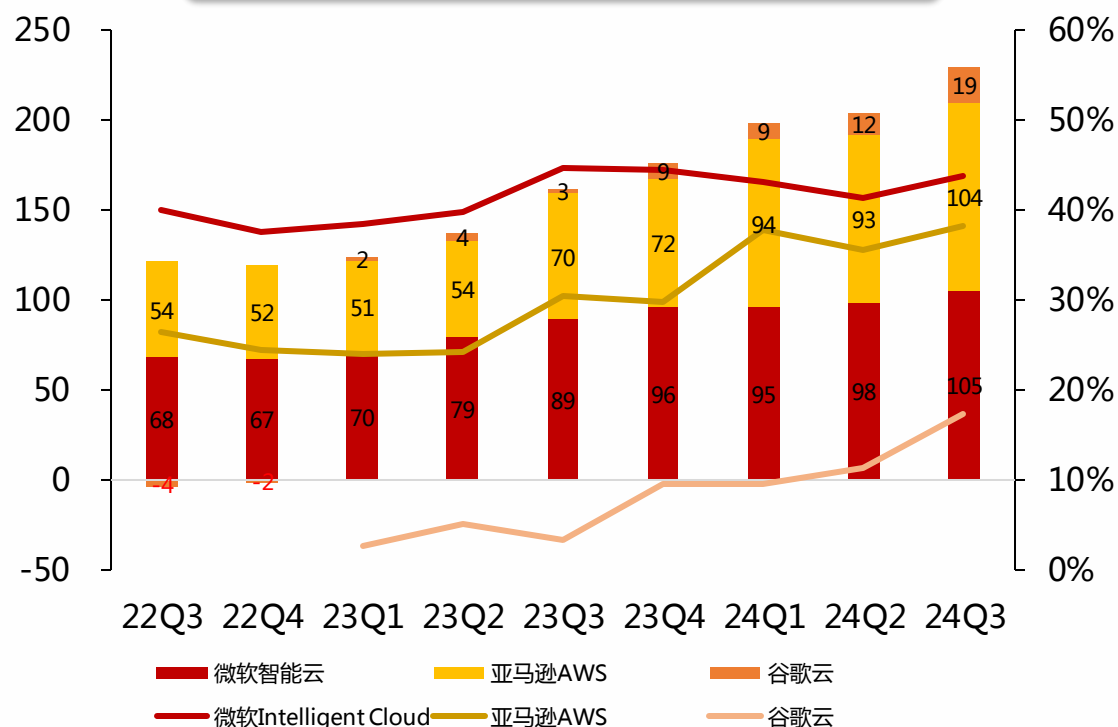
4 云计算篇：云厂商竞争加剧，AI持续贡献业绩

- **从云业务收入和增速来看**：收入方面，亚马逊（\$275亿）> 微软（\$241亿）> 谷歌（\$114亿）；yoy方面，谷歌（+35%）> 微软（+20%）> 亚马逊（+19%），其中，**24Q3亚马逊和谷歌表现相对出色，微软智能云业务表现不及预期，谷歌正加速追赶。**
- **从经营利润水平来看**：经营利润率方面，微软（44%）> 亚马逊（38%）> 谷歌（17%）；经营利润率同比变动来看，谷歌（+14.0pp）> 亚马逊（+7.8pp）> 微软（-0.9pp），其中，**亚马逊AWS和谷歌云业务经营利润率持续抬升，微软智能云较为稳定。**

22Q3-24Q3云厂商云业务收入及增速



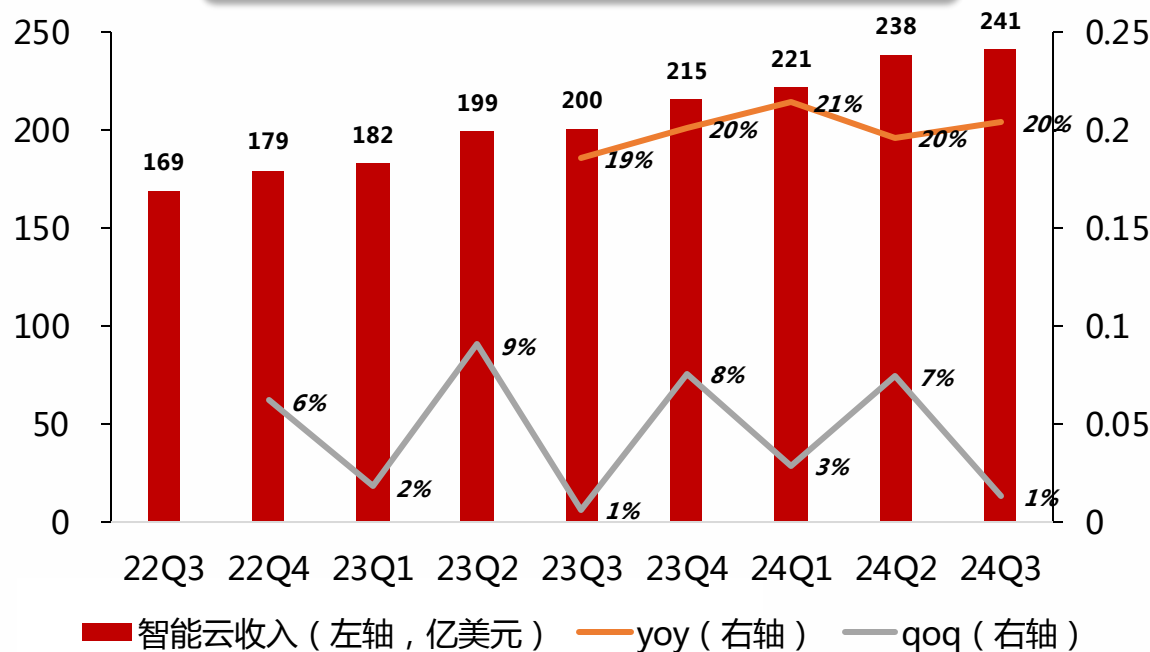
22Q3-24Q3云厂商云业务经营利润水平



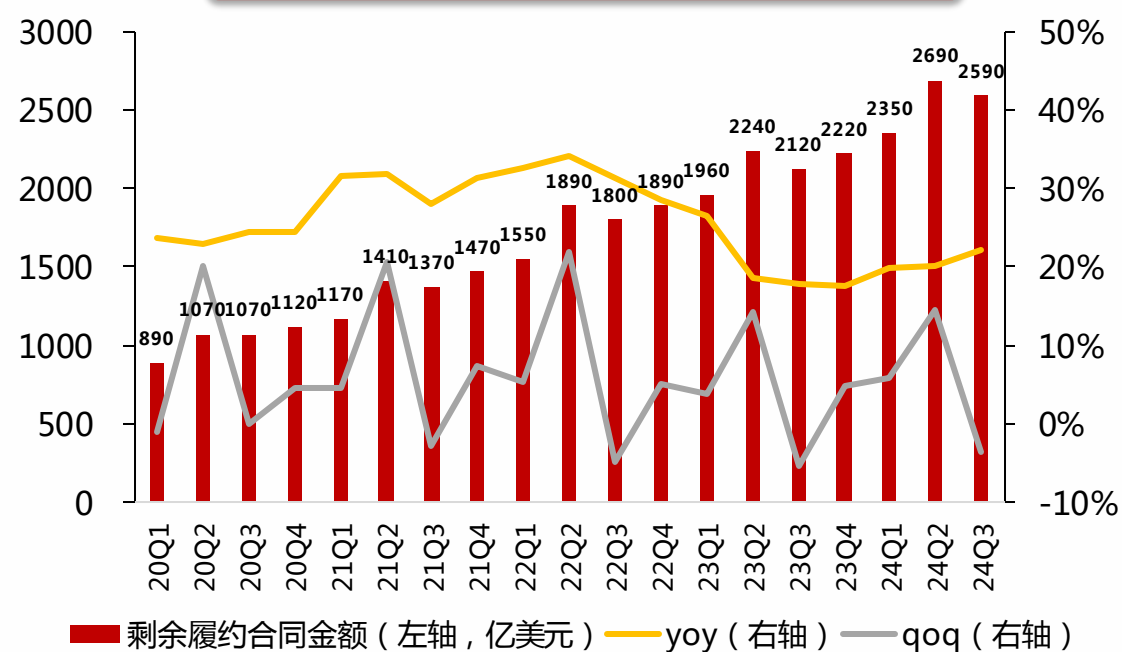
4.1 微软：AI贡献小幅增加，Azure增速有所放缓

- 云业务：AI贡献持续增加，收入增速仍然受限于算力供给。**在新口径下，24Q3（对应FY25Q1）微软智能云业务实现收入241亿美元（符合市场预期的240亿美元），yoy+20%，qoq+1%。根据24Q3业绩会，Azure的增长中，24Q3有12个百分点得益于AI，24Q2的AI贡献为11个百分点；预计24Q4的Azure营收将增长31%~32%，低于24Q3的34%。根据公司业绩会，市场对云业务的需求仍然高于公司供给的可用容量，微软预计，随着资本投资创造出更多的可用AI容量，Azure的增长将于FY25H2（CY25H1）加速，以满足不断增长的市场需求。
- 剩余履约合同金额：**截至24Q3，微软剩余履约合同金额约2590亿，yoy+22%，qoq-4%，表明云计算业务未来收入储备较多。

22Q3-24Q3微软智能云业务收入及增速



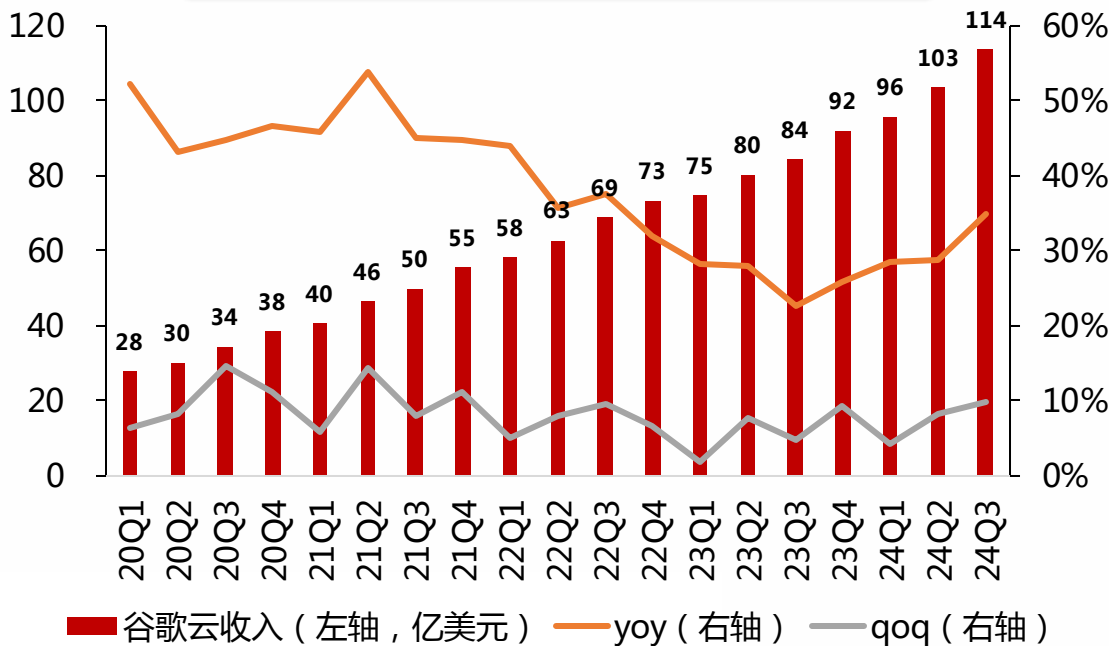
20Q1-24Q3微软剩余履约合同金额及增速



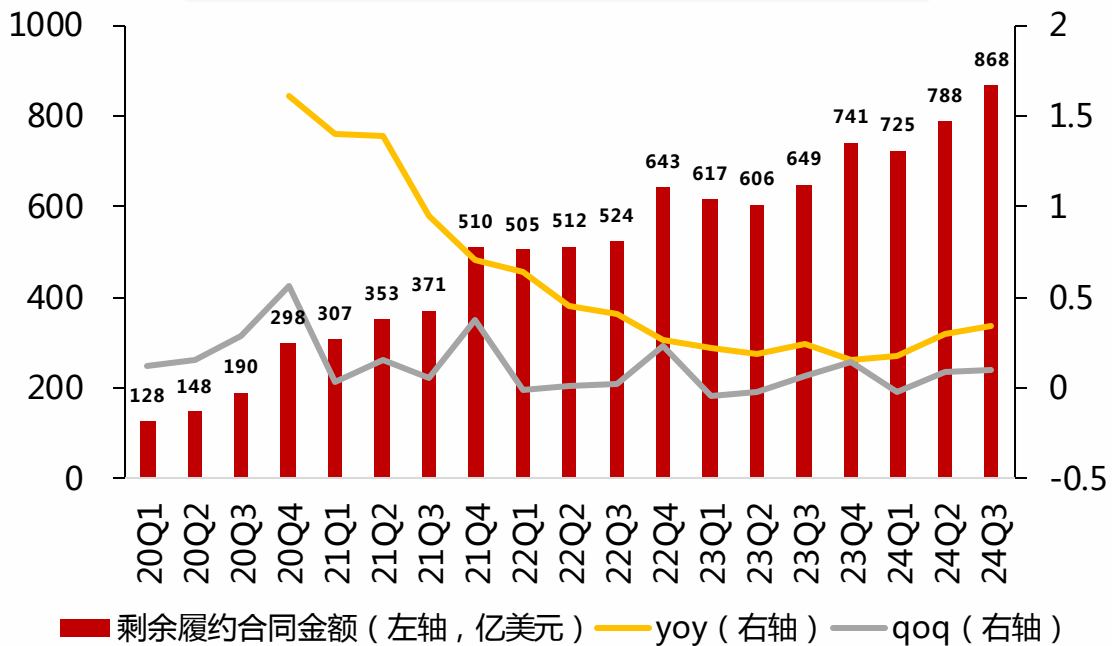
4.2 谷歌：云业务表现超出市场预期，同比增速进一步抬升

- 云业务：多种产品推动业务增长，24Q3业绩表现亮眼。** 24Q3谷歌云实现收入近**114亿美元**，yoy+35%，qoq+10%，**远超市场预期的收入108亿美元、yoy+28%，同比增速持续提升。** 24Q3云业务经营利润超19亿美元，经营利润率约17%，环比增加5.8pp，**盈利能力进一步增强。** 根据业绩会，公司客户主要通过**五种方式**来使用云产品：①以GPU和TPUs为主的AI基础设施；②企业AI平台Vertex；③数据平台BigQuery；④AI驱动的网络安全解决方案；⑤应用程序组合及套件。得益于以上AI技术和产品，公司不断获得新客户、大订单，现有客户采用率持续提高。
- 剩余履约合同金额：截至24Q3，谷歌剩余履约合同金额约868亿美元**，yoy+34%，qoq+10%，反映云业务收入储备较为充足。

20Q1-24Q3谷歌云业务收入及增速



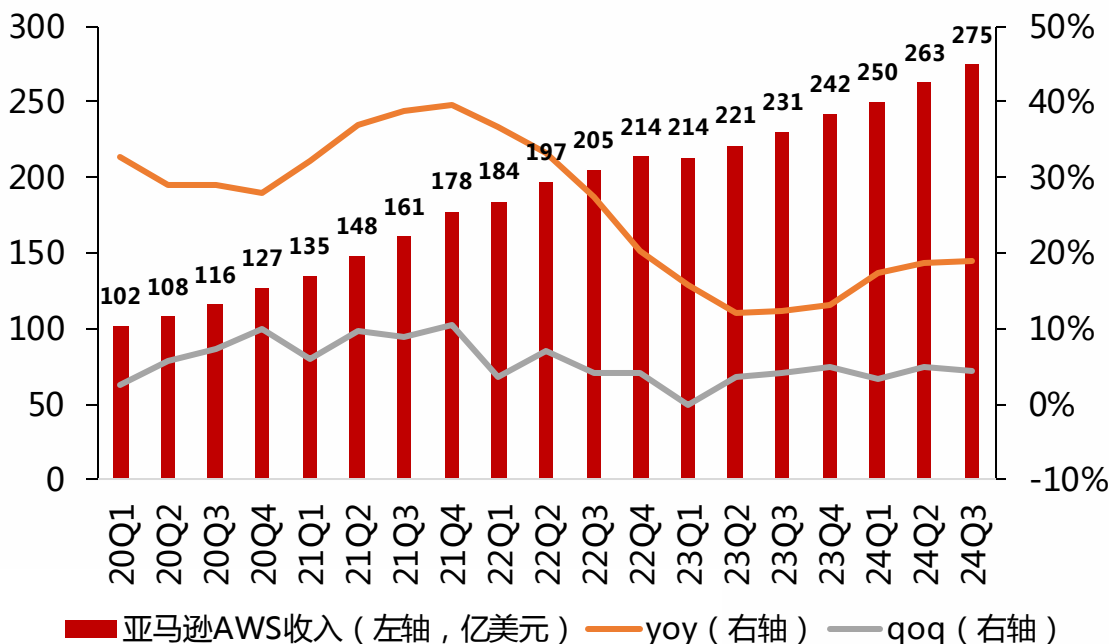
20Q1-24Q3谷歌剩余履约合同金额及增速



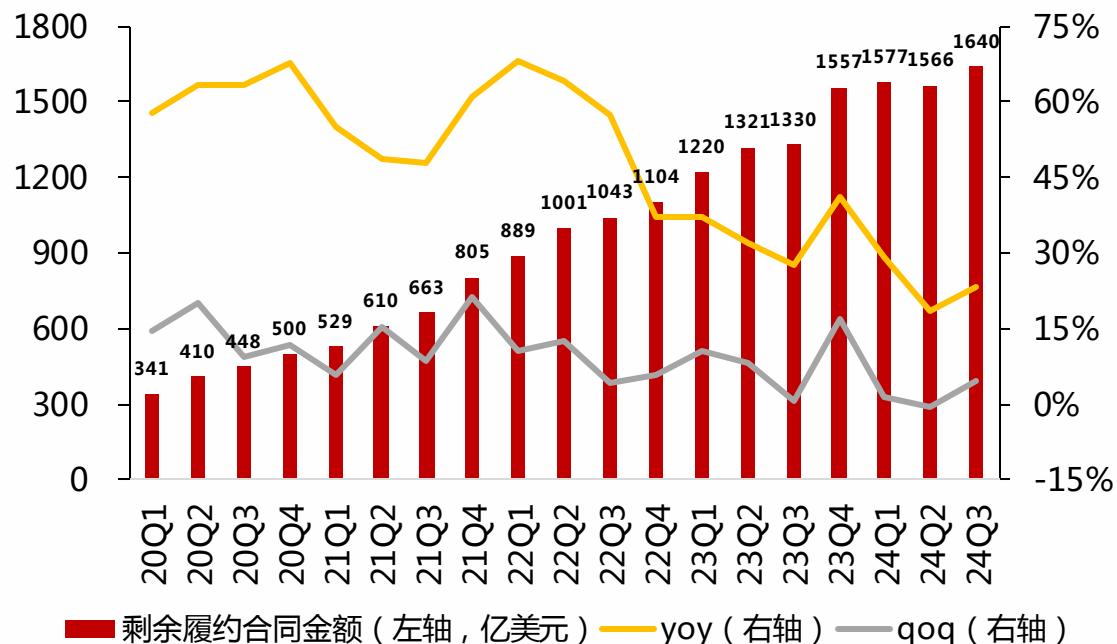
4.3 亚马逊：AWS经营利润优化，AI贡献数十亿美元收入

- 云业务：AWS经营利润提升，云业务贡献公司主要利润。** 24Q3，AWS业务实现收入275亿美元，yoy+19%，qoq+4%；经营利润实现104亿美元，经营利润率达38%，同比+7.8pp，环比+2.5pp，盈利水平提升明显。根据公司业绩会，AWS业务中，AI已贡献数十亿美元收入，AI收入继续以三位数的年增长率增长，相较于传统AWS业务，由AI驱动的AWS业务增速快3倍以上。此外，AWS团队继续为客户提供更多AI能力，截至24Q3，AWS已添加Anthropic的Claude 3.5 Sonnet模型、Meta的Llama 3.2模型、Mistral的Mistral 's Large 2模型和多个Stability AI的模型。
- 剩余履约合同金额：**截至24Q3，主要与AWS有关的剩余履约合同金额为1640亿美元，yoy+23%，qoq+5%。

20Q1-24Q3亚马逊AWS业务收入及增速



20Q1-24Q3AWS剩余履约金额及增速



目 录

- ◆ 一、业绩概览篇：利润端优化明显，业务表现分化加剧
- ◆ 二、组织提效篇：组织架构持续优化，经营效率显著提升
- ◆ 三、资本开支篇：资本开支维持高位，2025年有望继续增长
- ◆ 四、云计算篇：云厂商竞争加剧，AI持续贡献业绩
- ◆ 五、数字广告篇：AI赋能推荐系统，助力变现效率提升

5.1 微软：广告业务表现稳健，搜索引擎持续扩大市场份额

5.2 谷歌：广告表现超市场预期，AI功能加速整合

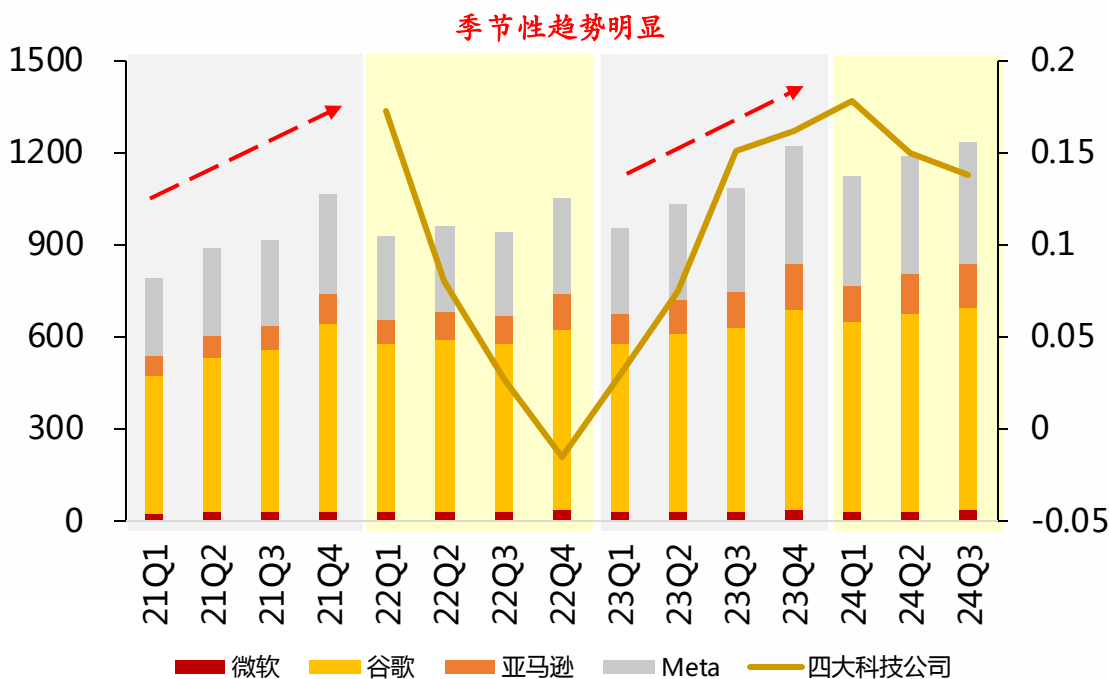
5.3 亚马逊：广告业务收入增速居前，积极支持AI创意广告工具

5.4 Meta：AI改进推荐效率，广告单价持续增长

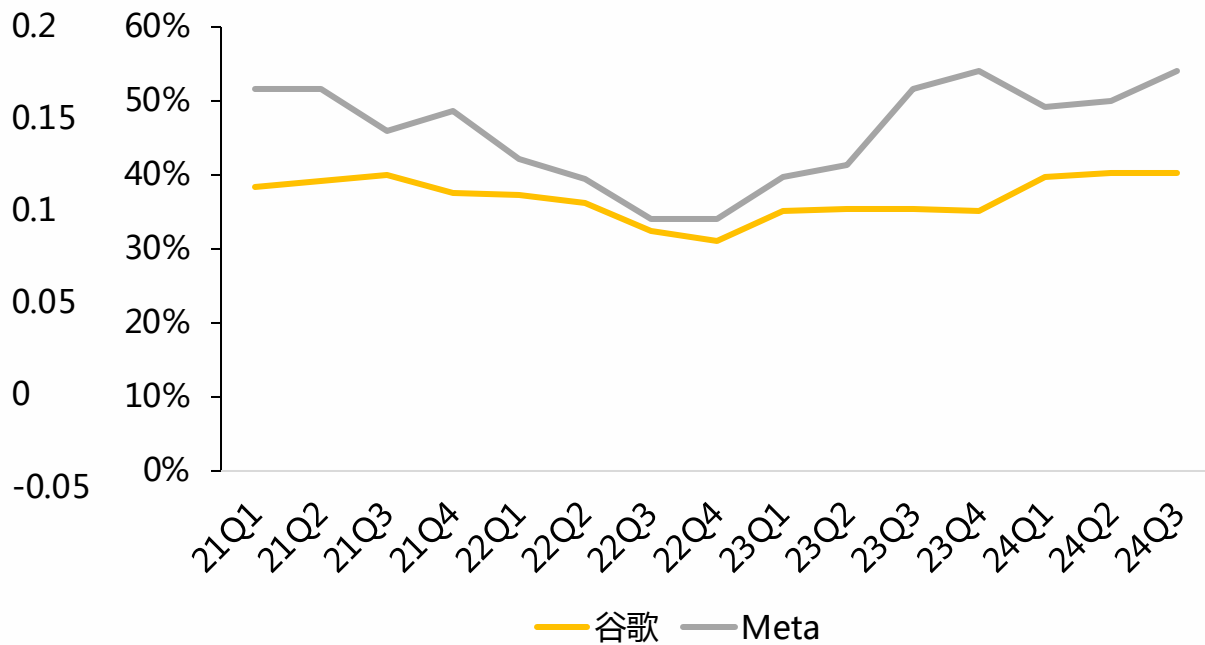
5 数字广告篇：AI赋能推荐系统，助力变现效率提升

- AI赋能推荐系统，助力变现效率提升。** 收入金额方面，谷歌（\$659亿）> Meta（\$399亿）> 亚马逊（\$143亿）> 微软（\$32亿）；同比增速方面，Meta（yoy+22%）> 亚马逊（yoy+20%）> 谷歌（yoy+11%）> 微软（4%）；四大科技公司合计广告收入1233亿美元，yoy+14%，微软、谷歌、Meta、亚马逊分别基于旗下生产力与商业流程、搜索、社媒、电商等主业开展广告业务，其中，谷歌和Meta分别作为搜索广告和社媒广告领域龙头，通过AI技术优化推荐算法，助推商业变现，24Q3谷歌服务业务经营利润率为40%，同比+5.1pp，环比+0.2pp，Meta App家族业务经营利润率为54%，同比+2.5pp，环比+4.1pp，近年来均呈现上升趋势。

21Q1-24Q3四大科技公司广告收入及同比增速



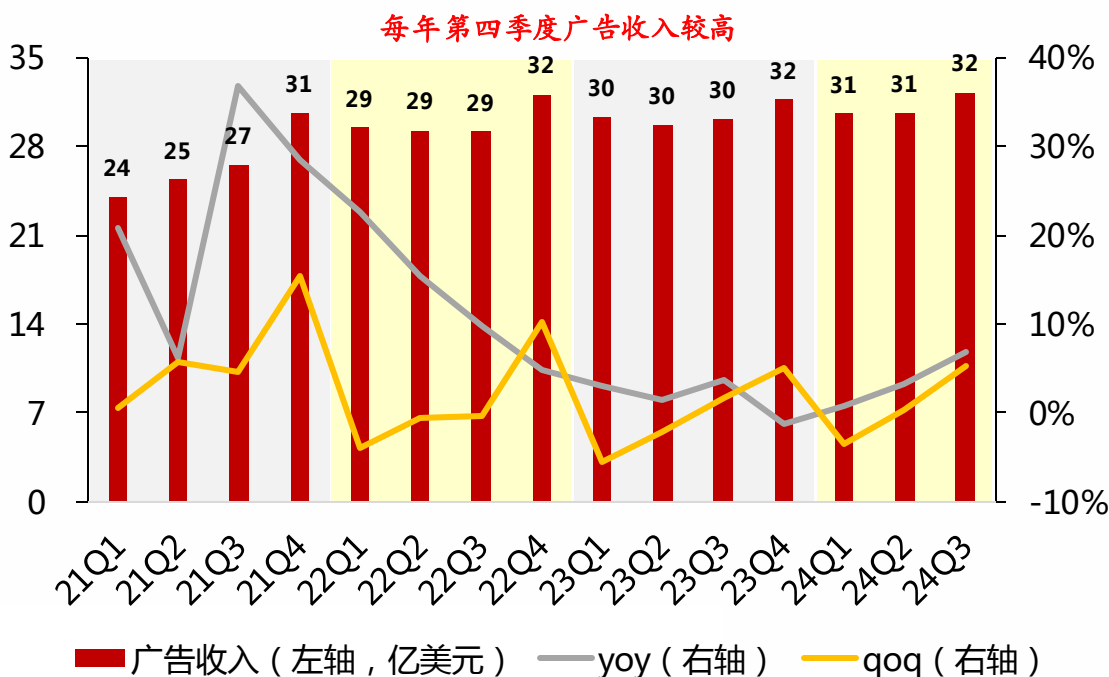
21Q1-24Q3四大科技公司广告相关业务经营利润率



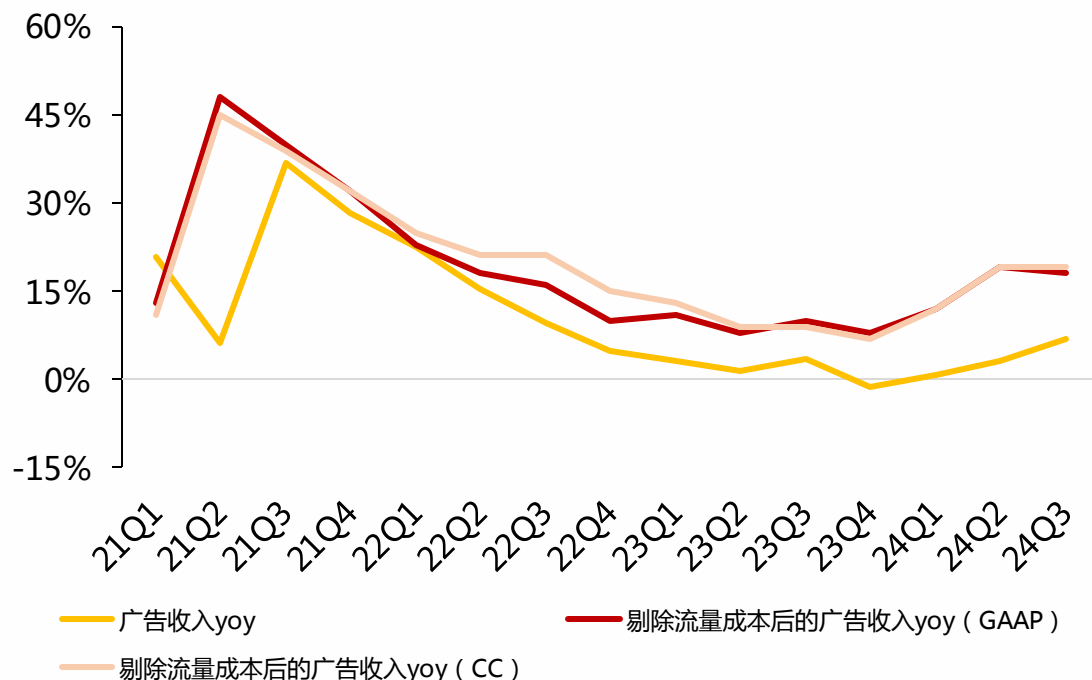
5.1 微软：广告业务表现稳健，搜索引擎持续扩大市场份额

- **广告业务**：24Q3广告业务收入实现32亿美元，yoy+7%，qoq+5%，剔除流量成本后yoy+19%。根据业绩会，微软24Q3在Edge和Bing上看到健康的量价齐升，预计24Q4搜索和新闻广告的TAC收入增长应该在高个位数，搜索量和单次搜索收入有望继续增长。
- **AI+广告**：根据公司24Q1~24Q3业绩会，微软Bing和Edge搜索引擎继续扩大市场份额，搜索量及用户参与度持续增加。此外，公司24Q1业绩会表示，Bing日活跃用户超过1.4亿人；24Q2业绩会表示，消费者已经使用Copilot创建超过120亿张图片并进行130亿次聊天，较24年年初增长150%；且广告工具Performance Max利用AI可以动态创建和优化广告，并得到积极反馈。

21Q1-24Q3微软广告收入及增速

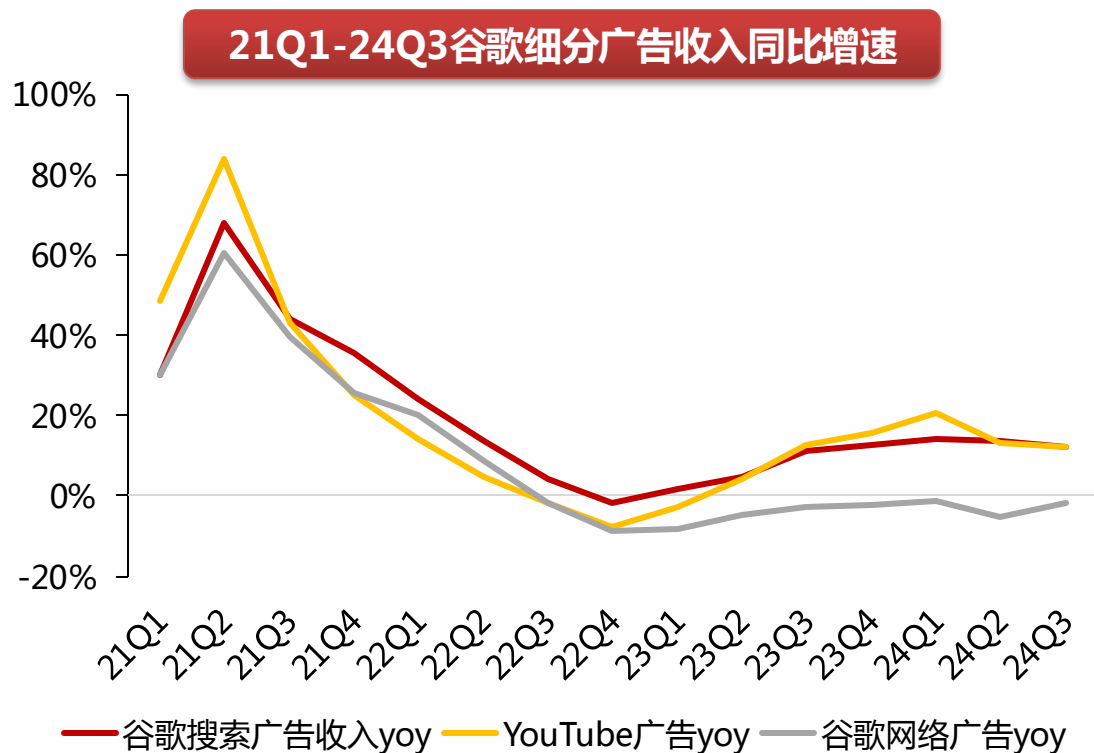
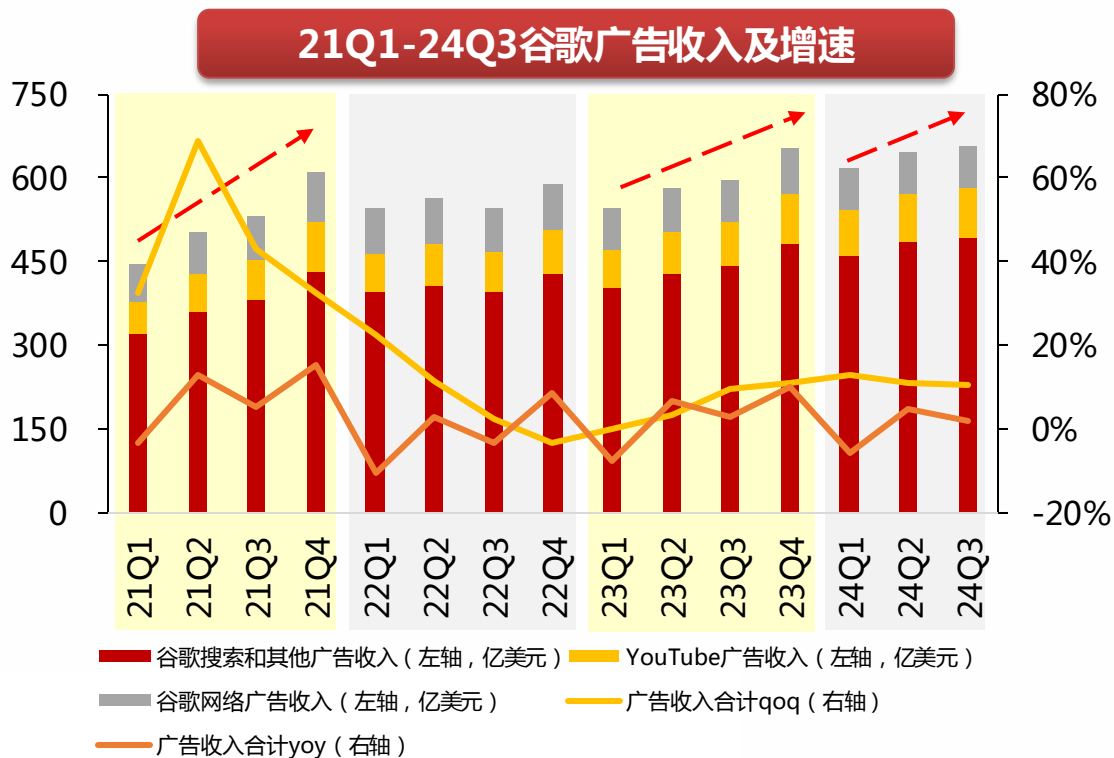


21Q1-24Q3剔除流量成本后广告收入增速



5.2 谷歌：广告表现超市场预期，AI功能加速整合

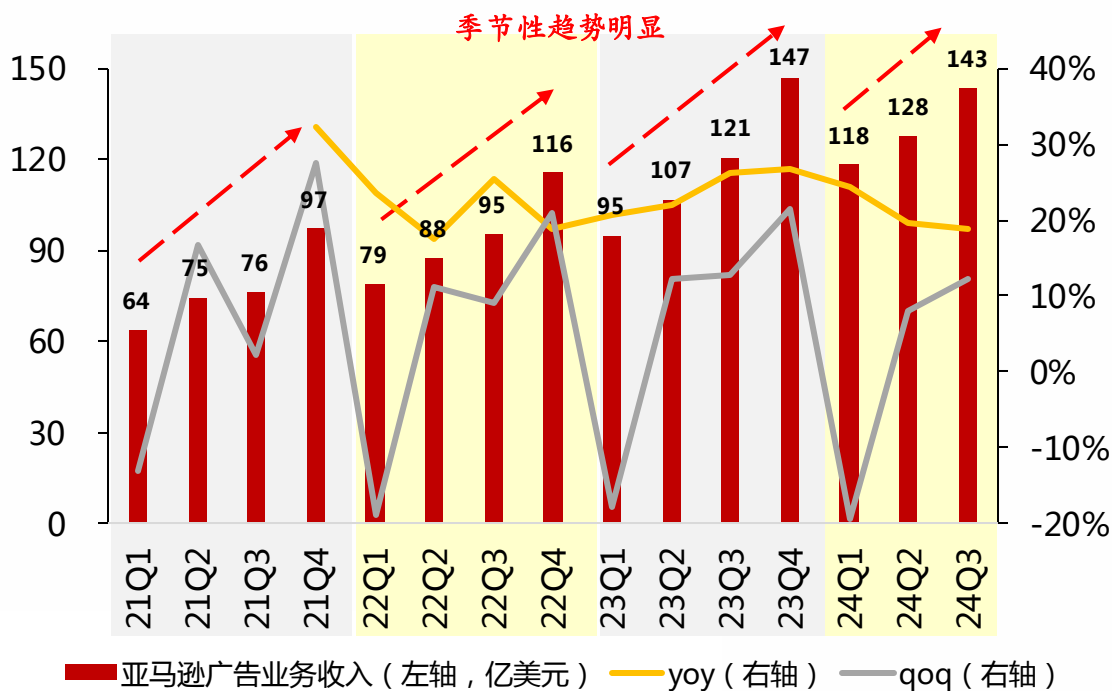
- 广告业绩**：24Q3公司广告业务实现收入659亿美元，yoy+10%，qoq+2%，高于市场预期的653亿美元。其中，谷歌搜索/YouTube/网络广告分别实现\$494/\$89/\$75亿，yoy为12%/12%/-2%。根据公司业绩会，搜索和其他业务的收入增长主要得益于金融服务垂直领域的强劲表现，其中保险业表现尤为突出，其次是零售业；YouTube广告中，品牌广告占据主导地位。
- AI+广告**：搜索广告方面，AI Overviews、Circle to Search、new features in Lens等新的AI功能可以帮助用户扩大搜索内容、满足更多需求、提升搜索体验，并且能够与广告业务更好的整合。YouTube广告方面，谷歌DeepMind预计将于2024年早些时候在YouTube Shorts上推出视频生成模型VO，以帮助用户更好地创作，丰富社区生态。



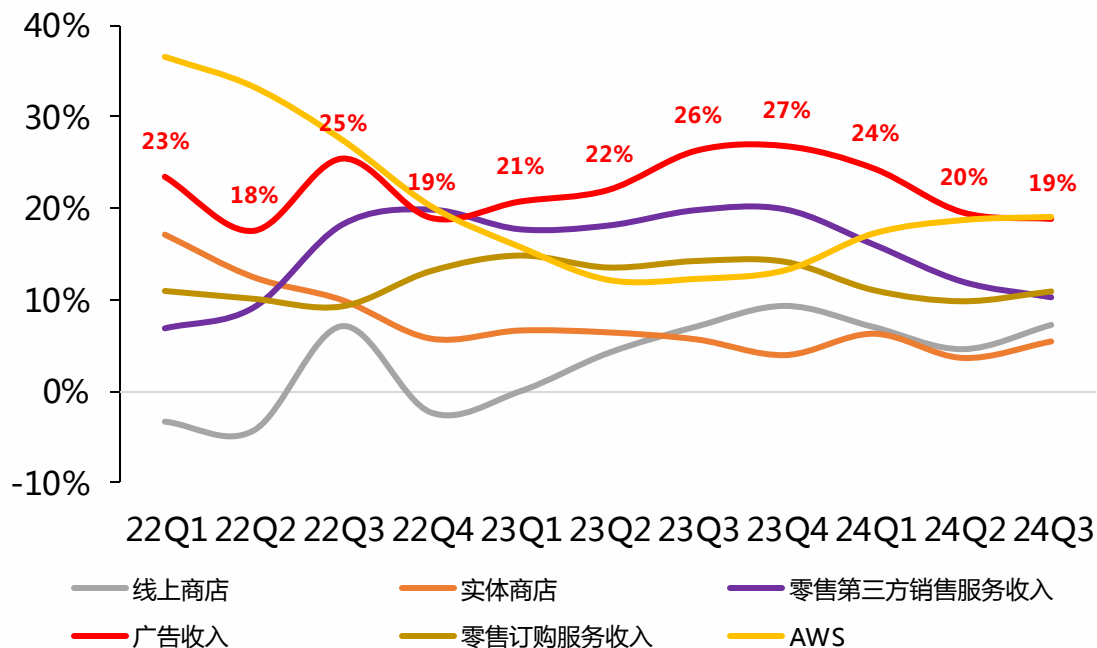
5.3 亚马逊：广告业务收入增速居前，积极支持AI创意广告工具

- **广告业绩**：24Q3公司广告业务实现收入143亿美元，yoy+19%，qoq+12%，23Q1-24Q3广告收入增速连续六个季度领先公司其他细分业务。
- **AI+广告**：广告业务主要基于电商大盘，Prime Video视频广告开启早期阶段。公司于24Q3开始Prime Video广告的**第一个广播季节**，未来将继续支持各大品牌使用由生成式AI驱动的**创意工具**，包括视频生成器，可以使用单个产品图像来创建自定义AI生成的视频。公司业绩会表示，尽管当前广告业务已产生大量收入，但**未来仍有很大的增长空间**。

21Q1-24Q3亚马逊广告收入及增速



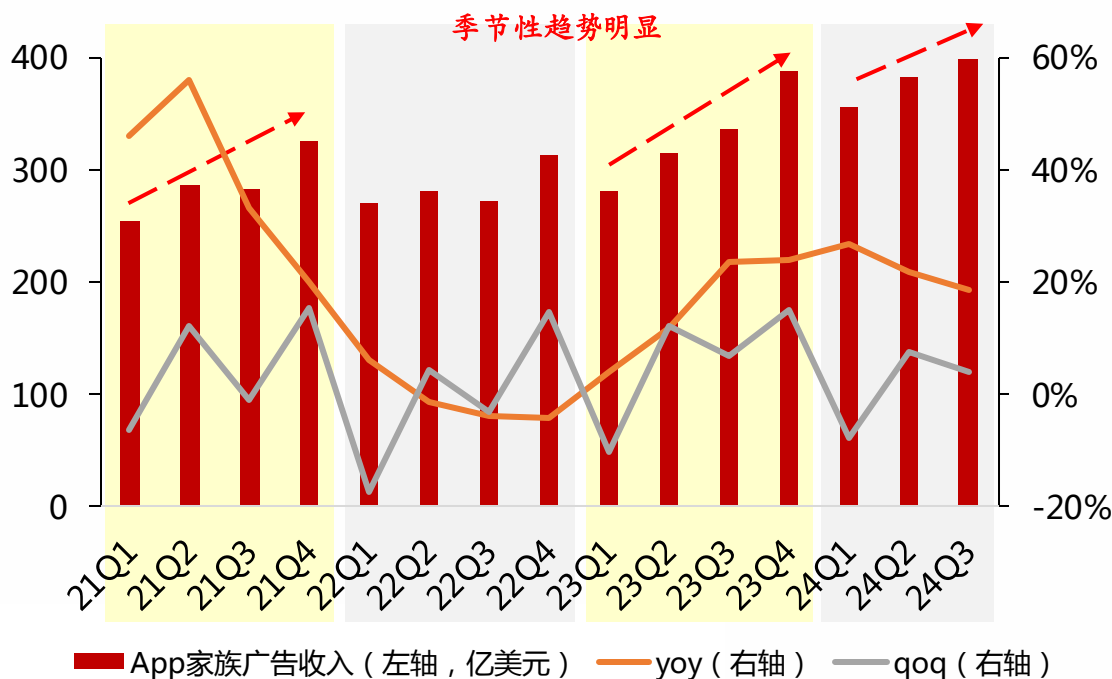
22Q1-24Q3亚马逊广告收入同比增速居前



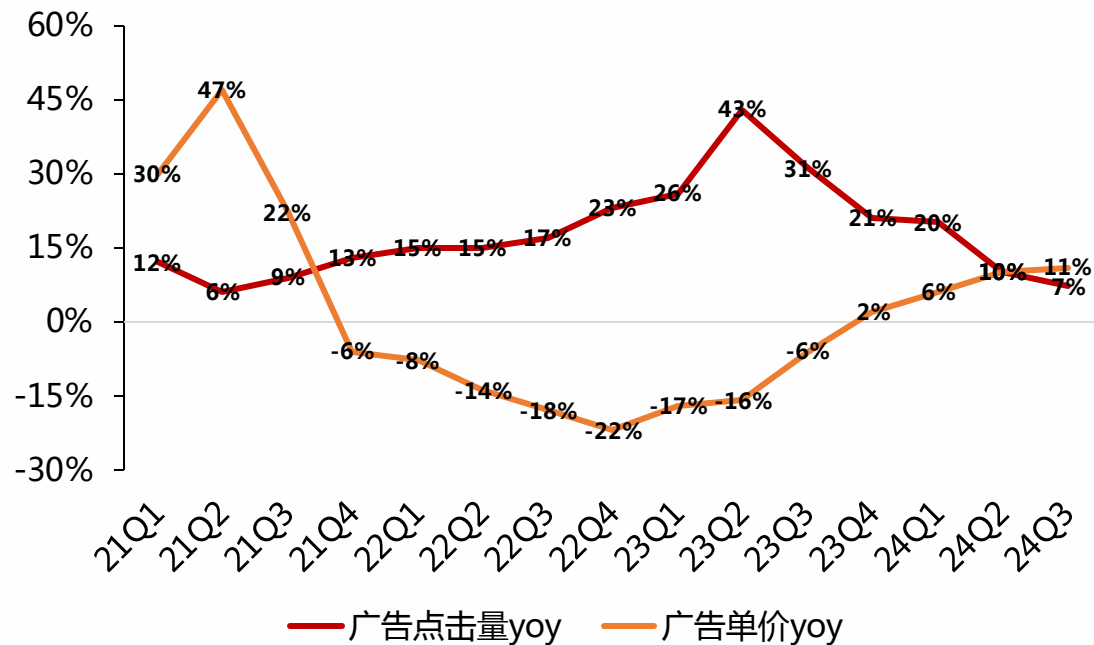
5.4 Meta : AI改进推荐效率，广告单价持续增长

- **广告业绩**：24Q3公司App家族广告业务实现收入399亿美元，yoy+19%，qoq+4%。其中，广告点击量同比增长9%，广告单价同比增长11%，主要得益于广告主需求增加、广告表现有所改善。
- **AI+广告**：根据24Q3业绩会，**AI驱动新闻和视频推荐改进**，使2024年用户在Facebook上花费的时间增加8%，Instagram上增加6%；在过去的一个月中，有超过一百万个广告商使用Meta的生成式人工智能工具，创建超过一千五百万个广告，预计使用图像生成的企业**广告转化率提高7%**，未来将有很大增长空间。

21Q1-24Q3 Meta广告收入（亿美元）及增速



21Q1-24Q3 Meta广告点击量和单价同比增速



风险提示

- AI商业化进展不及预期风险；
- 云计算竞争加剧风险；
- AI投资回报不及预期风险等。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：王湘杰
执业证号：S1250521120002
电话：0755-26671517
邮箱：wxj@swsc.com.cn

联系人：尤品柯
邮箱：ypk@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上 持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间 中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间 回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.c
	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn				
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	杨举	销售经理	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				