

# 海外垂类AI专题(7)

## 美股SaaS一季报跟踪, AI效果明显分化

行业研究 · 海外市场专题

互联网 · 互联网 II

投资评级: 优于大市 (维持)

证券分析师: 张伦可

联系人: 刘子谭

0755-81982651

liuzitan@guosen.com.cn

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

- 本报告跟踪了美股软件公司2024Q1业绩表现与指引，其反映了下游需求以及AI带来的结构性影响：
- **传统SaaS业务的企业开支复苏低于预期，年初宏观经济的不确定性影响了企业客户开支计划。**高通胀、高利率给企业特别是中小企业经营带来压力，部分下游客户仍在降本增效的周期。MDB与NOW的业绩会均表示了需求环境尚未出现大的改善，宏观环境比预期的更加具有挑战性。CRM表示相比去年四季度需求强劲，但一季度销售艰难。
- **SaaS企业需求因为AI技术发展呈现结构性变化。**CSP受益于大模型训练和推理需求恢复超预期，云端服务、安全、数据服务类SaaS在AI背景下也催生新的需求、业绩普遍超公司指引，但传统订阅类SaaS业务如Office、CRM业绩普遍承压。
- **应用商业化进展缓慢，对业绩端提振作用较弱。**从AI进展来看，大模型技术尚不完善，AI应用的落地和商业化变现较慢，如Elastic业绩会表示年度指引不预期GenAI对收入的贡献。AI进展较快的如DataDog管理层表示一季度3.5%的收入来自AI原生客户，Snowflake预计25财年有3个百分点的产品收入将来自Snowpark，我们维持今年AI对SaaS贡献收入低个位数的判断。
- **AI使得大部分SaaS公司重回投资周期，从而短期影响收益率。**如CSP厂商纷纷上调Capex预算金额。SNOW大力投资训练LLM模型Arctic以及相关技术，因此将今年的Non-GAAP营业利润率指引从6%下调至3%。Elastic业绩会也表示今年是投资的年景。
- **AI的变化让客户更加谨慎，硬件需求对软件预算也产生了挤出效应。**AI带来了多方面的不确定性，包括产品ROI、投资规模和订单周期，在技术和产品快速变迁时企业倾向以更灵活和谨慎的预算方式。同时，AI对硬件算力的巨大需求也影响IT预算分配。
- **尽管短期面临上述不利因素，但当前业界对AI发展预期依旧积极，AI传导到应用端是必然之势。**GPT-5为代表的先进大模型仍在持续训练、能力有望进一步提升，GPT-4o为代表的性价比更高的小模型也持续推出，有望降低成本门槛推动AI产品广泛落地与商业化。同时近期SaaS相关股价与预期大幅回调，也为后续行情空间蓄势。
- **投资建议：**展望2024年，我们认为AI应用将迎来更加全面和广泛的使用，建议关注明确营收与指引加速明确，AI产品进展乐观、受益明显的公司，如办公领域微软Azure云服务、数据安全领域Palantir、CrowdStrike和企业服务领域ServiceNow。
- **风险提示：**AI产品进度以及性能水平不及预期的风险、AI技术发展不及预期的风险、下游需求不及预期、宏观经济波动。

# 美股SaaS 2024年一季度业绩与指引汇总



| 业务      | 公司名称      | 收入 (百万美元) |        |        |       |           | Beat/Miss | 24Q2公司指引  | 2024公司指引  |  |   |
|---------|-----------|-----------|--------|--------|-------|-----------|-----------|-----------|---|--|---|
|         |           | 2022      | 2023   | 2024E  | 24Q1  | 24Q1公司指引  |           |           |   |  |   |
| 云业务     | AWS       | 80096     | 90757  | 106754 | 25037 |           | Beat      | 预测17%     | 一季度Capex139亿美元, 23年Capex 481亿美元, 根据公司口径预计24年同比+20%到580亿美元。  |  |   |
|         | YoY       | 29%       | 13%    | 18%    | 17%   | 15%       |           |           |   |  |   |
|         | Google云   | 26280     | 33088  | 41611  | 9574  |           | Beat      | 预测25%     |   | 一季度Capex120亿美元, 23年Capex 322亿美元, 根据公司口径预计24年同比+55%到500亿美元。 |   |
|         | YoY       | 37%       | 26%    | 26%    | 28%   | 26%       |           |           |   |  |   |
|         | 微软智能云     | 81772     | 96213  | 116470 | 26708 |           | Beat      | 18%-20%   |   |  | 一季度Capex 140亿美元, 23年Capex 412亿美元, 根据公司口径预计24年同比+33%到550亿美元。 |
|         | YoY       | 21%       | 18%    | 21%    | 21%   | 18%       |           |           |   |  |   |
| 微软Azure | 51275     | 65714     | 84771  | 19000  |       | Beat      | 30%-31%   |           |   |  |   |
| YoY     |           | 28%       | 29%    | 31%    | 28%   |           |           |           |   |  |   |
| 云数据存储   | Snowflake | 2,000     | 2,740  | 3,430  | 829   | 745-750   | Beat      | 订阅805-810 | 上调2025财年产品订阅收入33亿美元 (同比+24%, 前值32.5), Non-GAAP毛利率75%, Non-GAAP营业利润率3% (前值6%)  |  |   |
|         | YoY       | 64%       | 37%    | 25%    | 33%   | 26%-27%   |           |           |   |  |   |
| 数据库服务   | MongoDB   | 1,250     | 1,650  | 1,910  | 451   | 436-440   | Beat      | 460-464   | 下调指引25财年18.8-19亿美金 (+14%, 前值19-19.3), 下调指引Non-GAAP营业利润指引1.68-1.83亿美元 (前值1.86-2.01)。   |  |   |
|         | YoY       | 43%       | 32%    | 16%    | 22%   | 19%       |           |           |   |  |   |
| 云数据监控   | Datadog   | 1,680     | 2,130  | 2,600  | 611   | 587-591   | Beat      | 620-624   | 上调2024财年收入25.9亿美元-26.1亿美元 (+21.6%-22.5%, 前值25.55-25.75亿美元)。Non-GAAP营业利润5.85亿美元-6.05亿美元 (前值5.35-5.55亿)。指引二季度Non-GAAP营业利润1.34亿美元-1.38亿美元。 |  |   |
|         | YoY       | 63%       | 27%    | 22%    | 27%   |           |           |           |   |  |   |
| 内容制作设计  | Adobe     | 17,610    | 18,580 | 21,650 | 5310  | 5250-5300 | Beat      | 5330-5380 | Adobe 24Q2 (截止5月31日) 数字媒体业务净新增ARR 4.87亿美元, 高于此前业绩会指引4.4亿美元。Adobe指引24Q3数字媒体净新增ARR约4.6亿美元。  |  |   |
|         | YoY       | 12%       | 6%     | 17%    | 10%   |           |           |           |   |  |   |

资料来源: 各公司财报、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 美股SaaS 2024年一季度业绩与指引汇总



| 业务         | 公司名称               | 收入 (百万美元) |        |        |       |           | 24Q1公司指引 | Beat/Miss              | 24Q2公司指引  | 2024公司指引 |
|------------|--------------------|-----------|--------|--------|-------|-----------|----------|------------------------|---|----------|
|            |                    | 2022      | 2023   | 2024E  | 24Q1  | 24Q1      |          |                        |   |          |
| 企业服务订阅SaaS | 微软Office           | 65856     | 73648  | 82486  | 19570 |           |          |                        | 公司指引25财年（24年6月30-25年6月30）微软收入双位数增长，经营利润双位数增长。   |          |
|            | YoY                |           | 12%    | 12%    | 12%   | 11%-12%   | in-line  | 9%-10%, M365 +14%CC    |   |          |
|            | Salesforce         | 31,000    | 34,560 | 37,670 | 9130  | 9120-9170 |          |                        | 维持25财年收入指引为377-380亿美元，同比+8%-9%，并将25财年订阅收入下调至略低于10%（前值10%），全年GAAP OPM指引下调至19.9%（前值20.4%），并将Non-GAAP OPM指引维持在32.5%                                  |          |
|            | YoY                | 17%       | 11%    | 9%     | 11%   | 11%       | in-line  | 7%-8%                  |   |          |
|            | ServiceNow         | 7,250     | 8,970  | 10,900 | 2600  | 2510-2515 |          |                        | 维持2024全年指订阅收入为 105.6-105.75 亿美元（+21.5%-22%），Non-GAAP订阅毛利84.5%（持平），Non-GAAP营业利润率29%。指引Q2 Non-GAAP营业利润率25%（环比-5pcts）。                               |          |
|            | YoY                | 23%       | 24%    | 22%    | 25%   | 24%-24.5% | Beat     | 2525-2530<br>21.5%-22% |   |          |
| 数据搜索、安全    | Elastic            | 1,190     | 1,400  | 1,630  | 335   | 328-330   |          |                        | 2025财年预计总收入在14.68亿至14.8亿美元之间，同比+16%。预计Non-GAAP运营利润率约为11.7%-12.3%。25FYQ1（截至2024年7月30日）Non-GAAP运营利润率在9.2%至9.4%之间。                                   |          |
|            | YoY                | 18%       | 18%    | 16%    | 20%   | 18%       | Beat     | 25FYQ1 343-345<br>17%  |   |          |
| 网络与终端安全    | CrowdStrike        | 2,170     | 2,990  | 3,880  | 921   | 902-906   |          |                        | 上调FY2025收入预计在39.76-40.11亿美元（同比约+17.8%，前值为39.2-39.9亿美元），二季度Non-GAAP运营收入2.08-2.11亿美元之间。   |          |
|            | YoY                | 50%       | 38%    | 30%    | 33%   |           | Beat     | 958-961                |   |          |
| 网络安全       | Palo Alto Networks | 6,040     | 7,420  | 8,390  | 1980  | 1950-1980 |          |                        | FY24全年收入由之前的79.5-80亿美元小幅上调至79.9-80.1亿美元增长16%，Billings由之前的101-102亿美元上调至101.3-101.8亿美元。   |          |
|            | YoY                | 27%       | 23%    | 13%    | 15%   |           | in-line  | 2150-2170<br>10%-11%   |   |          |
| 数据分析       | Palantir           | 1,910     | 2,230  | 2,700  | 634   |           |          |                        | 上调24年营收26.77-26.89亿美元（同比+20%-20.4%，前值26.5-26.7亿美元）。上调美国商业收入超过6.61亿美元（前值6.4亿美元），增长率至少为45%。运营利润上调至8.68-8.8亿美元（前值为8.34亿至8.5亿美元）。调整后自由现金流为8亿美元-10亿美元。 |          |
|            | YoY                | 24%       | 17%    | 21%    | 21%   | 17%-17.5% | Beat     | 649-653<br>21.5%-22.4% |   |          |

资料来源：各公司财报、国信证券经济研究所整理  
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- [ 01 ] 办公生产领域：微软
- [ 02 ] 企业服务领域：Salesforce、ServiceNow
- [ 03 ] 图形设计领域：Adobe
- [ 04 ] 教育领域：Duolingo
- [ 05 ] 数据分析与安全：Palantir、CrowdStrike
- [ 06 ] 数据服务：Datadog、Elastic、Snowflake、MongoDB
- [ 07 ] 风险提示

# 微软FY24Q3：商业新增订单强劲，Azure云持续加速增长



财务概况：本季度微软收入同比+17%至619亿美元；营业利润同比+23%至276亿美元，净利润同比+20%至219亿美元，GAAP每股收益为2.94美元。

分业务看：1) 生产力和业务流程：收入196亿美元同比+12%，达到上季度指引上限，其中Office365商业版收入同比+15% (环比-2pcts)；

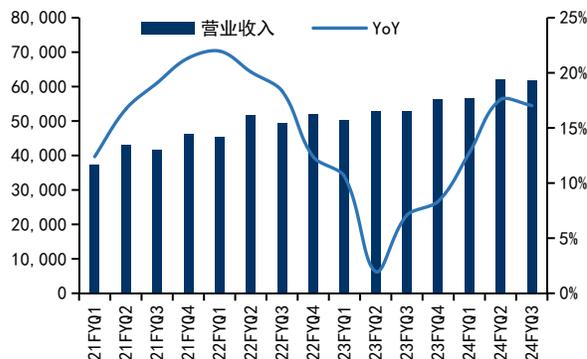
2) 智能云：收入为267亿美元，同比+21%，显著高于上季度指引，其中Azure和其他云业务同比+31%，AI贡献了其中的7个点（上个季度为6个点）。本季度商业新增订单同比+31%cc，相比此前季度约中双位数的增速提升明显，公司表示新增订单主要由于大型、长期的Azure合同驱动；

3) 更多个人计算业务：收入为156亿美元同比+17%，显著高于上季度指引；

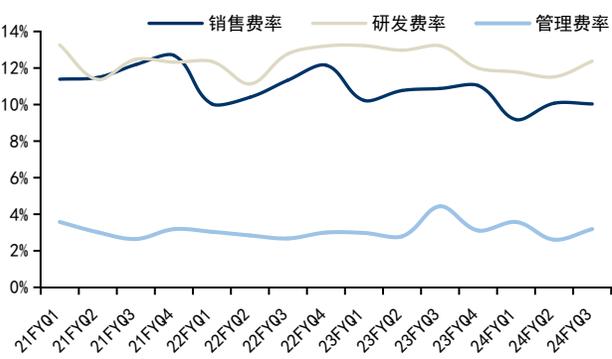
资本支出：资本支出（含融资租赁）140亿美元（上季度为120亿美元），此前公司曾指引24财年资本开支将季度增加，本季度财报会指引25财年资本开支将高于24财年，25财年预计经营利润率将比24财年低一个点。

指引：公司预计FY25Q1智能云收入284-287亿美元(同比+18-20%，其中Azure指引+30%-31%cc)，生产力和商业业务199-202亿美元（同比+9-10%，其中Office 365商业版指引+14%cc），个人计算收入指引152-156亿美元（同比+13-15%）。成本方面，公司预计FY25Q1经营费用预计196-198亿美元，营业成本171.5-172.5亿美元。同时公司指引25财年收入双位数增长，经营利润双位数增长。

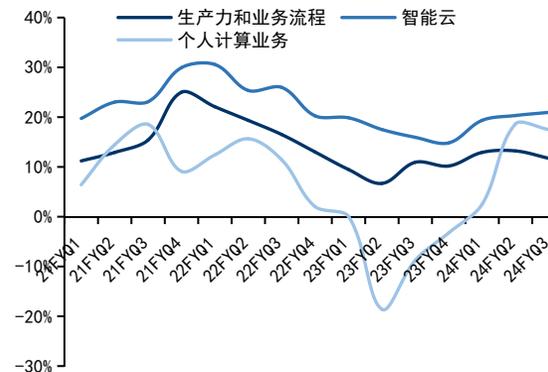
图：微软收入变化情况（百万美元，%）



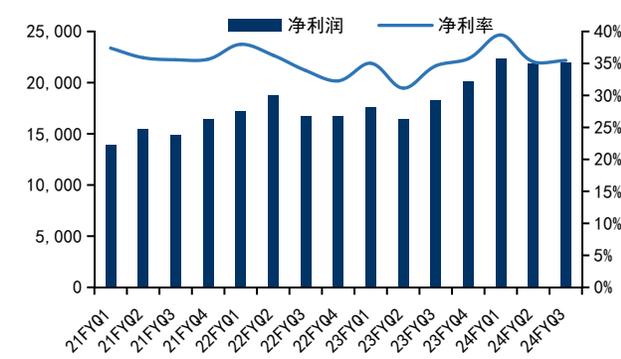
图：微软三费变化情况（百万美元，%）



图：微软分业务收入增长变化情况（%）



图：微软净利润季度变化情况（百万美元，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

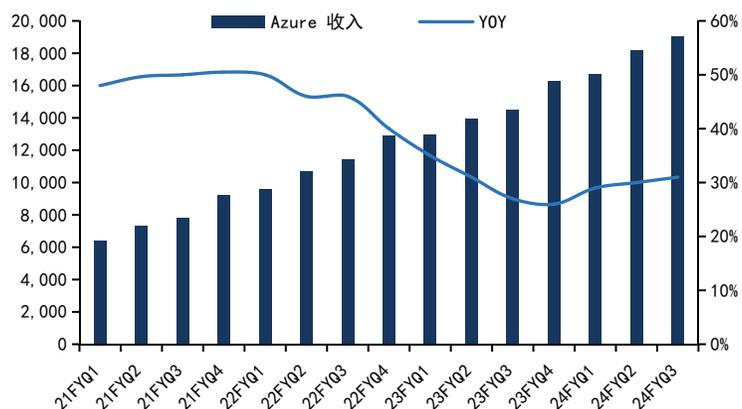
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

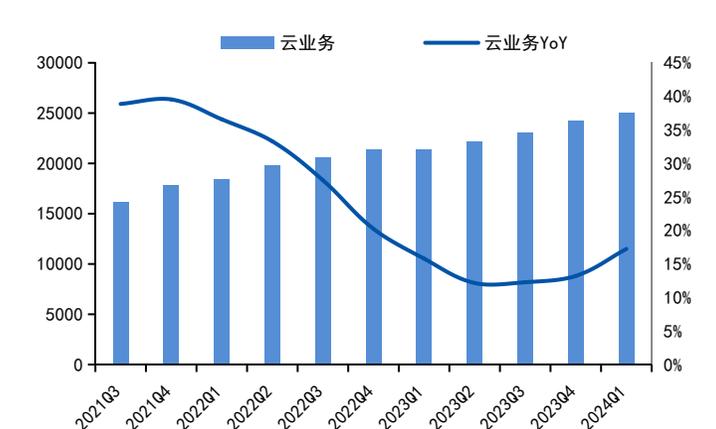
# 24Q1云业务现状：云周期增速恢复趋势再次确认

- **Azure (Microsoft)**：一季度收入约190亿美元，增速31% YoY（上季度为 30%）。本季度Azure收入的7%来自AI贡献（上季度贡献6%），Azure AI部分收入占比持续增加。
- **电话会**：“我们预计，在云和人工智能基础设施投资的推动下，资本支出将环比大幅增加。随着需求的不断增长，我们不断扩大人工智能投资规模，我们将继续扩大产能。目前，近期人工智能需求略高于我们的可用能力。”
- **AWS (Amazon)**：一季度收入250亿美元，增速17% YoY（上季度为13%），开始加速；
- **电话会**：“我们现在看到了一些趋势。首先，公司已基本完成了大部分成本优化，并将注意力转向更新的举措。在大流行之前，公司正在努力实现基础设施现代化，从本地基础设施迁移到云，以节省资金，以更快的速度进行创新，并提高开发人员的生产力。随后的大流行和不确定的经济分散了这一势头，但它正在再次回升。公司正在实现基础设施现代化，追求这一相对容易实现的目标。”
- **Google Cloud**：一季度收入95亿美元，增速28% YoY（上季度为 26%）

图：Azure收入与增速变化（百万美元，%）



图：AWS收入与增速变化（百万美元，%）



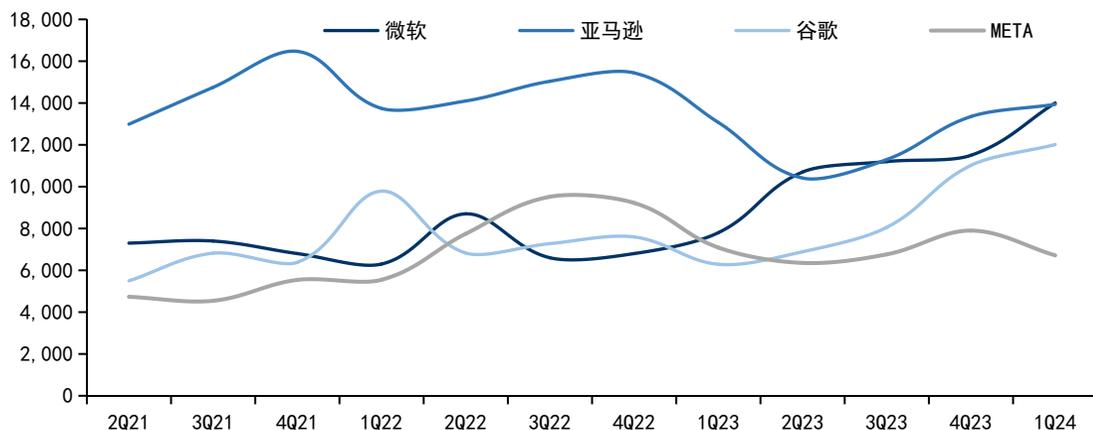
图：谷歌云收入与增速变化（百万美元，%）



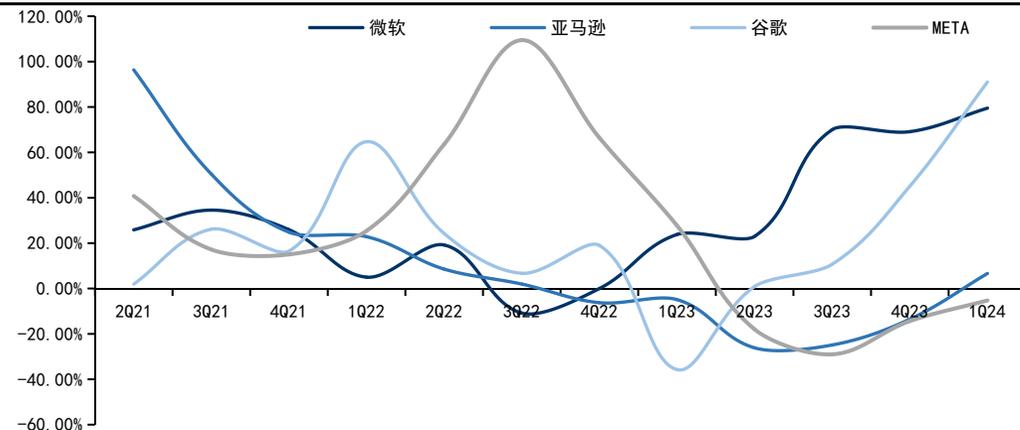
# 本轮财报互联网和云厂对Capex以及投资AI的计划积极

- 预估云厂端今年capex增速有25%+级别的上修，其中预计大头用于AI芯片：
- **微软**：资本支出（含融资租赁）140亿美元（上季度为120亿美元），预计2025财年Capex将高于2024财年，而Capex在24财年季度环比持续上升。【过去四季度累计474亿美元，预计24财年510亿美元，25财年550亿美元】
- **谷歌**：Q1 120亿超过预期，财报会预计全年的季度资本支出将大致达到或高于第一季度的水平。【23年323亿美元，预计24年500亿左右】
- **Meta**：一季度资本支出（含融资租赁）67亿美元，上调2024年资本开支至350-400亿美元（前值300-370亿美元），同比+13%-40%。【23年为281亿美元，24年指引380亿美元】
- **AMZN**：四季度资本支出（含融资租赁）139亿美元，同比+7%。财报会表示与24Q1相比24Q2-Q4的资本支出更高。【23年为481亿美元，24年预计580亿美元】

图：各互联网与云厂Capex季度变化情况（百万美元）



图：各互联网与云厂Capex季度增速变化情况（百万美元）



- [ 01 ] 办公生产领域：微软
- [ 02 ] 企业服务领域：Salesforce、ServiceNow
- [ 03 ] 图形设计领域：Adobe
- [ 04 ] 教育领域：Duolingo
- [ 05 ] 数据分析与安全：Palantir、CrowdStrike
- [ 06 ] 数据服务：Datadog、Elastic、Snowflake、MongoDB
- [ 07 ] 风险提示

# Salesforce: Q1符合指引, Q2指引低于预期, 全年业绩下调

- **财务概况:** FY25Q1总收入为91.4亿美元 (同比+11%, 符合指引91.2-91.7亿美元)。GAAP OPM 18.7%, Non-GAAP OPM 32.1% (环比+0.7pct)。2024财年收入为348.6亿美元 (同比+11%), Non-GAAP OPM 30.5% (环比+0.8pct)。当前剩余履约义务264亿美元, 同比+10% (低于指引11%)。
- **分业务看:**
  - ① **订阅和支持营收:** 85.9亿美元, 同比增长12%。其中销售云/客服云/营销及商务云/平台云/**数据云**分别同比增长11%/11%/10%/10%/25%;
  - ② **专业服务和其他营收:** 5.48亿美元, 同比下降9.4%;
- **业绩会指引:** 指引25FYQ2营收为92.0-92.5亿美元, **同比+7%-8%**, 维持25财年全年收入指引为377-380亿美元, **同比增长8%-9%**, 并将25财年全年订阅收入下调至**略低于10% (前值10%)**, 全年GAAP OPM指引下调至**19.9% (前值20.4%)**, 并将Non-GAAP OPM指引维持在32.5%。
- **相比去年四季度的强劲, 一季度销售艰难 (像去年上半年), 订单被压缩、推迟, 欧洲、美洲、中东和非洲地区在本季度表现疲软。**
- **分红回购:** 一季度回购22亿美元, 向股东支付4亿美元股息, (过去7个季度共计131亿美元, 回购额或超过自由现金流的80%), 回购计划剩余余额158亿美元;

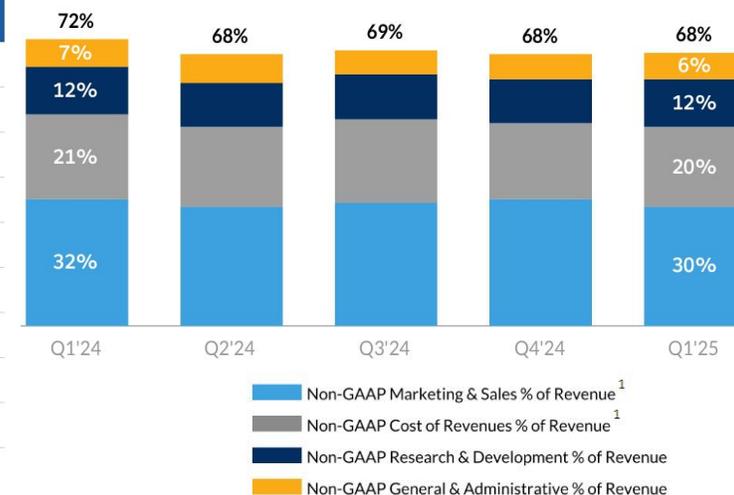
图: Salesforce营收占比变化情况

|   | FY24       |            |            |            | FY25       |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|
|   | Q1         | Q2         | Q3         | Q4         | Q1         |
| Year-over-Year Growth in Constant Currency      |            |            |            |            |            |
| Sales   | 13%        | 12%        | 10%        | 10%        | 11%        |
| Service   | 13%        | 12%        | 11%        | 12%        | 11%        |
| Platform and Other                              | 12%        | 11%        | 11%        | 10%        | 10%        |
| Marketing and Commerce                          | 10%        | 10%        | 8%         | 7%         | 10%        |
| Integration and Analytics <sup>2</sup>          | 20%        | 16%        | 22%        | 21%        | 25%        |
| <b>Total Subscription &amp; Support Revenue</b> | <b>13%</b> | <b>12%</b> | <b>12%</b> | <b>12%</b> | <b>13%</b> |
| MuleSoft Total Revenue (CC) <sup>3</sup>        | 26%        | 17%        | 26%        | 19%        | 27%        |
| Tableau Total Revenue (CC) <sup>3</sup>         | 12%        | 13%        | 16%        | 20%        | 21%        |
| Slack Total Revenue <sup>3,4</sup>              | 20%        | 16%        | 18%        | 16%        | 17%        |

图: Salesforce一二季度指引情况

|   | Q1 FY25 Guidance <sup>1</sup> | Q2 FY25 Guidance <sup>1</sup> | Full Year FY25 Guidance <sup>1</sup> |
|---|-------------------------------|-------------------------------|--------------------------------------|
| Total Revenue   | \$9.12 - \$9.17 Billion       | \$9.20 - \$9.25 Billion       | \$37.7 - \$38.0 Billion              |
| Y/Y Growth  | 11%                           | 7 - 8%                        | 8 - 9%                               |
| FX Impact <sup>2</sup>                                | (\$50M) Y/Y FX                | (\$50M) Y/Y FX                | (\$100M) Y/Y FX                      |
| Subscription & Support Revenue Y/Y Growth             | N/A                           | N/A                           | Slightly below 10%, Approx 10% CC    |
| GAAP Operating Margin                                 | N/A                           | N/A                           | 19.9%                                |
| Non-GAAP Operating Margin <sup>3</sup>                | N/A                           | N/A                           | 32.5%                                |
| GAAP Diluted Earnings per Share <sup>3</sup>          | \$1.42 - \$1.44               | \$1.31 - \$1.33               | \$6.04 - \$6.12                      |
| Non-GAAP Diluted Earnings per Share <sup>3</sup>      | \$2.37 - \$2.39               | \$2.34 - \$2.36               | \$9.86 - \$9.94                      |
| Operating Cash Flow Growth (Y/Y)                      | N/A                           | N/A                           | 21% - 24%                            |
| Current Remaining Performance Obligation Growth (Y/Y) | 11%                           | 9%                            | N/A                                  |

图: Salesforce费用占比变化情况

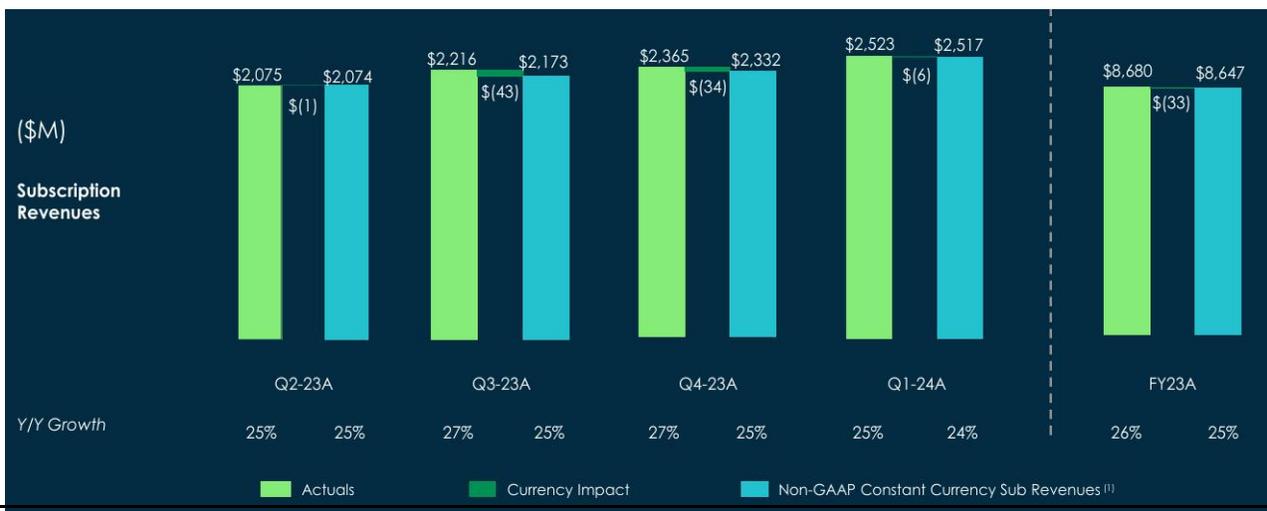


# ServiceNow FY24Q1：打造端到端数字转型的智能平台



- **业绩概况**：2024Q1订阅收入为25.23 亿美元（+25%cc），高于 25.1-25.15 亿美元（+24%-24.5%）的业绩会指引，总收入为 26亿美元（+24%cc）。订阅业务毛利润20.8亿美元，毛利率83%。Non-GAAP OPM 30%，经营利润3.32亿美元，续约率98%。
- 24Q1当前剩余履约义务cRPO为84.5亿美元（+21%cc），高于+20%的业绩会指引，**一半是由净新年度合同ACV驱动，其中包含核心业务和AI部分，另一半因为提前续签比假设的要高。**公司剩余履约义务（RPO）为177亿美元（+26%cc），从行业角度来看，科技、媒体和电信以及教育行业在本季度尤为强劲，运输物流、消费者服务以及零售和酒店业也表现不错。业绩会也表示**经历了相当艰难的一年之后，在23Q3开始稳定，Q4再次稳定下来，但需求环境仍然很艰难，情况还没有大的改善。**
- **业绩会指引**：业绩会指引24Q2订阅收入为 25.25-25.3 亿美元（+21.5%-22%，**彭博预期22%**），剩余履约义务cRPO同比+20.5%，Non-GAAP营业利润率25%（环比-5pcts）。
- 业绩会维持2024全年指引，订阅收入为 105.6-105.75 亿美元（+21.5%-22%），Non-GAAP订阅毛利84.5%（持平），反映了在数据中心的投资抵消了数据中心设备使用寿命从4年到5年带来100bps的收益。Non-GAAP营业利润率29%。

图：NOW 营收变化情况



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：NOW CRPO和RPO变化情况



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 办公生产领域：微软
- [ 02 ] 企业服务领域：Salesforce、ServiceNow
- [ 03 ] 图形设计领域：Adobe
- [ 04 ] 教育领域：Duolingo
- [ 05 ] 数据分析与安全：Palantir、CrowdStrike
- [ 06 ] 数据服务：Datadog、Elastic、Snowflake、MongoDB
- [ 07 ] 风险提示

# Adobe 24Q2业绩速览：营收高于指引，净新增ARR大超预期



• **财务概况：** Adobe 24Q2（截止5月31日）收入为53.1亿美元，同比+10%，好于公司指引52.5-53.0亿美元指引。数字媒体部门收入为39.1亿美元，同比增长11%；**数字媒体业务净新增ARR 4.87亿美元，高于此前业绩会指引4.4亿美元。** GAAP利润15.7亿美元，同比+21.5%。Non-GAAP利润20.2亿美元，同比+12.8%。

• **业绩指引：** Adobe指引24Q3收入53.3-53.8亿美元，预计同比增长9%-10%。其中**数字媒体净新增ARR指引约4.6亿美元。**

## • 业绩会关于AI的论述：

- ① **Acrobat AI助手：** 改变人们与PDF文件互动的方式，从长文档中即时生成摘要和见解，已作为附加订阅提供给所有阅读器、Acrobat 企业和个人客户。AEP AI 助手增强营销从业者的生产力，并通过生成 AI 扩大对原生 AEP 应用的访问。。
- ② **Firefly Services：** Firefly系列创意生成AI模型，在Photoshop、Illustrator、Lightroom 和 Premier 等旗舰产品中提供 AI 功能，Firefly 已被用来在 Adobe 创意工具中生成超过90亿张图像。Adobe还计划整合第三方的优质AI模型。
- ③ **生成式AI是创意云的下一个增长引擎，** Firefly service 结合 GenStudio 为内容创作提供了完备的方案。Adobe 已经看到客户对 Firefly 服务和GenStudio的积极响应，特别是在内容创作、个性化和社区参与方面。

图：Adobe Q3业绩指引

|   |                                    |                            |
|---|------------------------------------|----------------------------|
| Total Revenue                           | \$5.33 billion to \$5.38 billion   |                            |
| Digital Media ARR                       | ~\$460 million of net new ARR      |                            |
| Digital Media segment revenue           | \$3.95 billion to \$3.98 billion   |                            |
| Digital Experience segment revenue      | \$1.325 billion to \$1.345 billion |                            |
| Digital Experience subscription revenue | \$1.20 billion to \$1.22 billion   |                            |
| Tax rate                                | GAAP: ~18.0%                       | Non-GAAP: ~18.5%           |
| Earnings per share <sup>1</sup>         | GAAP: \$3.45 to \$3.50             | Non-GAAP: \$4.50 to \$4.55 |

图：Adobe 24Q2业绩

|  |                              |                |                             |
|--|------------------------------|----------------|-----------------------------|
| Total Revenue  | \$5.31 billion               | 10% Y/Y growth | 11% Y/Y growth <sup>1</sup> |
| Digital Media segment revenue  | \$3.91 billion               | 11% Y/Y growth | 12% Y/Y growth <sup>1</sup> |
| Digital Media ARR  | \$487 million of net new ARR |                |                             |
| Digital Experience segment revenue   | \$1.33 billion               | 9% Y/Y growth  | 9% Y/Y growth <sup>1</sup>  |
| Digital Experience subscription revenue  | \$1.20 billion               | 13% Y/Y growth | 13% Y/Y growth <sup>1</sup> |
| Earnings per share   | GAAP: \$3.49                 |                | Non-GAAP: \$4.48            |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Generated \$1.94 billion of cash flows from operations</li> <li>• \$2.5 billion share repurchase agreement</li> <li>• Remaining Performance Obligations (RPO) exiting the quarter were \$17.86 billion</li> </ul> |                              |                |                             |

资料来源：Adobe官网、国信证券经济研究所整理

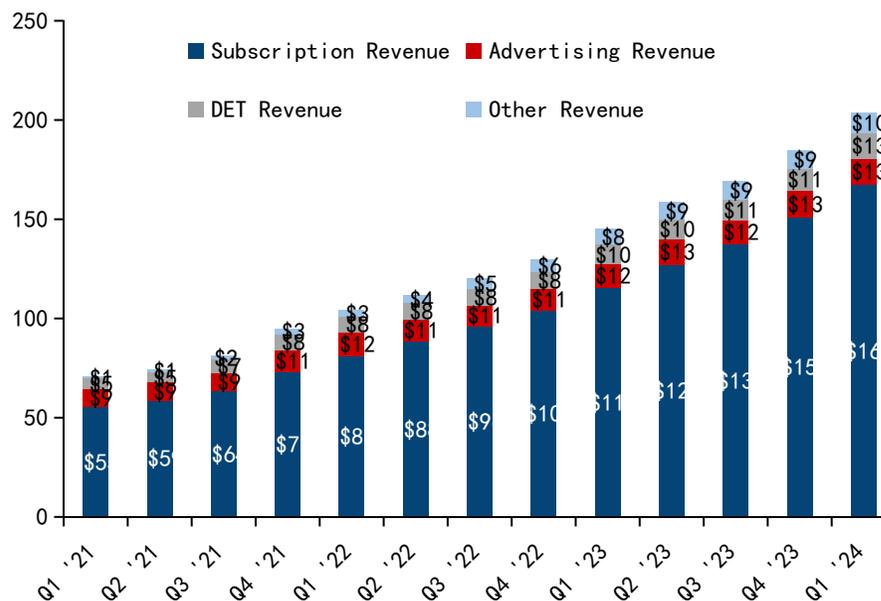
资料来源：Adobe官网、国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 办公生产领域：微软
- [ 02 ] 企业服务领域：Salesforce、ServiceNow
- [ 03 ] 图形设计领域：Adobe
- [ 04 ] 教育领域：Duolingo
- [ 05 ] 数据分析与安全：Palantir、CrowdStrike
- [ 06 ] 数据服务：Datadog、Elastic、Snowflake、MongoDB
- [ 07 ] 风险提示

# Duolingo FY24Q1: DAU YoY+65%, FamilyPlan占订阅付费的18%

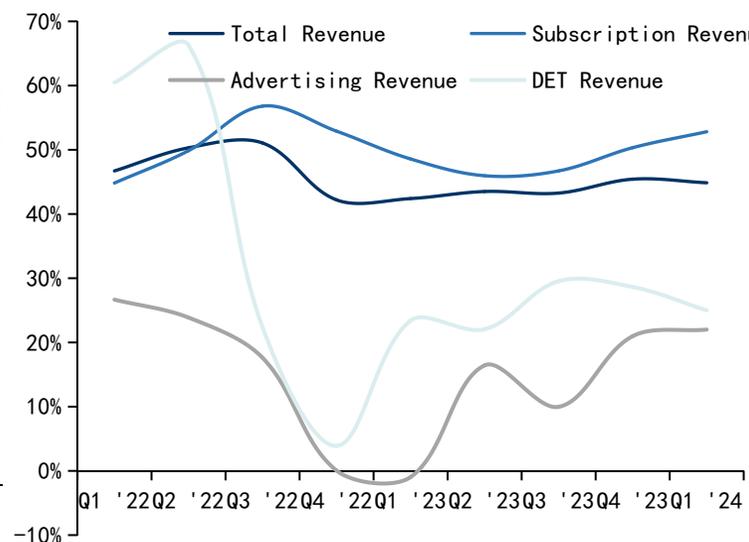
- 财务概览：公司实现收入**1.676亿美元 (+45%YoY)**，超公司指引上限1.67亿美元，其中订阅收入为1.32亿美元 (+53%YoY)，超一致预期(1.29亿美元)。前瞻指标Bookings总预订量为**1.975亿美元 (同比+85%)**，超公司指引**1.87-1.9亿美元**。
- 毛利为1.22亿美元，毛利率为73%，维持在较高水平。经调EBITDA **0.44亿美元**，大超公司指引上限**0.376亿美元**，经调EBITDA利润率26.3%。净利润0.27亿美元。
- 业务数字：付费订阅用户24Q1为**740W (+54% YoY)**，**付费率8.6%**（上季度为8.3%）。MAU为**9760W (+34% YoY)**，MAU增速相比上季度46%YoY有所放缓，月活人数达到1亿人后基数提升，MAU预计未来一段时间将维持在30-40%增长区间。DAU/MAU（反应用户活跃程度）持续提升至32%。公司占了全球在线语言学习MAUs的90%的市占率，目前家庭计划已经占订阅付费的18%，大幅提升平台的LTV。

图：Duolingo收入情况



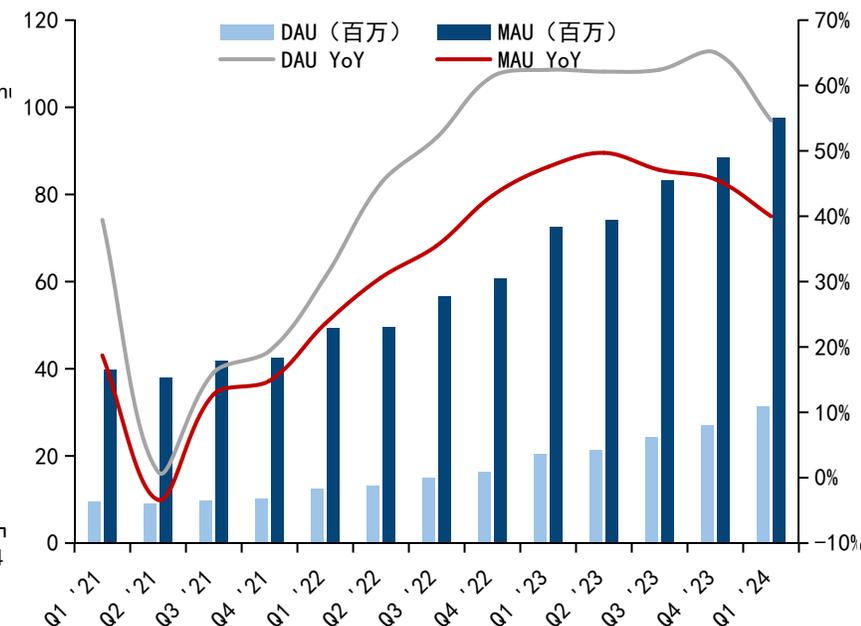
资料来源：Duolingo财报，国信证券经济研究所整理

图：Duolingo收入增长情况



资料来源：Duolingo财报，国信证券经济研究所整理

图：Duolingo用户增长情况

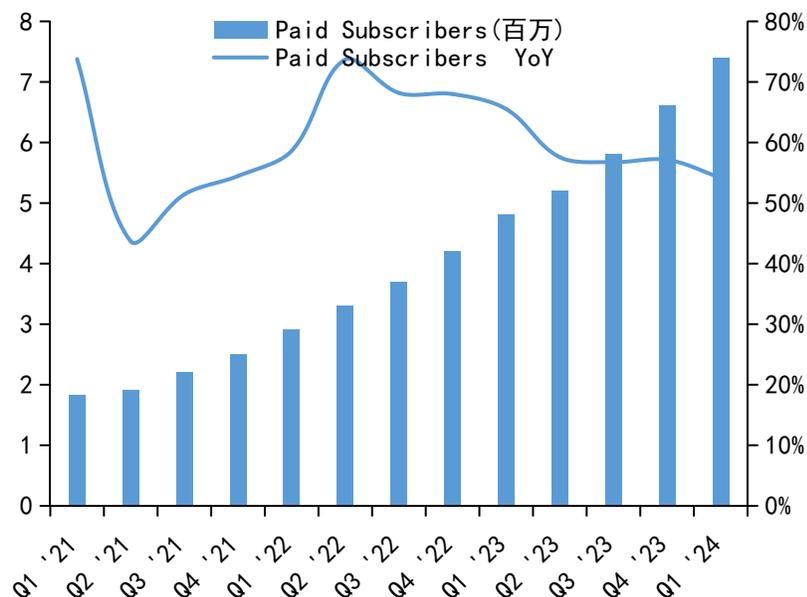


资料来源：Duolingo财报，国信证券经济研究所整理

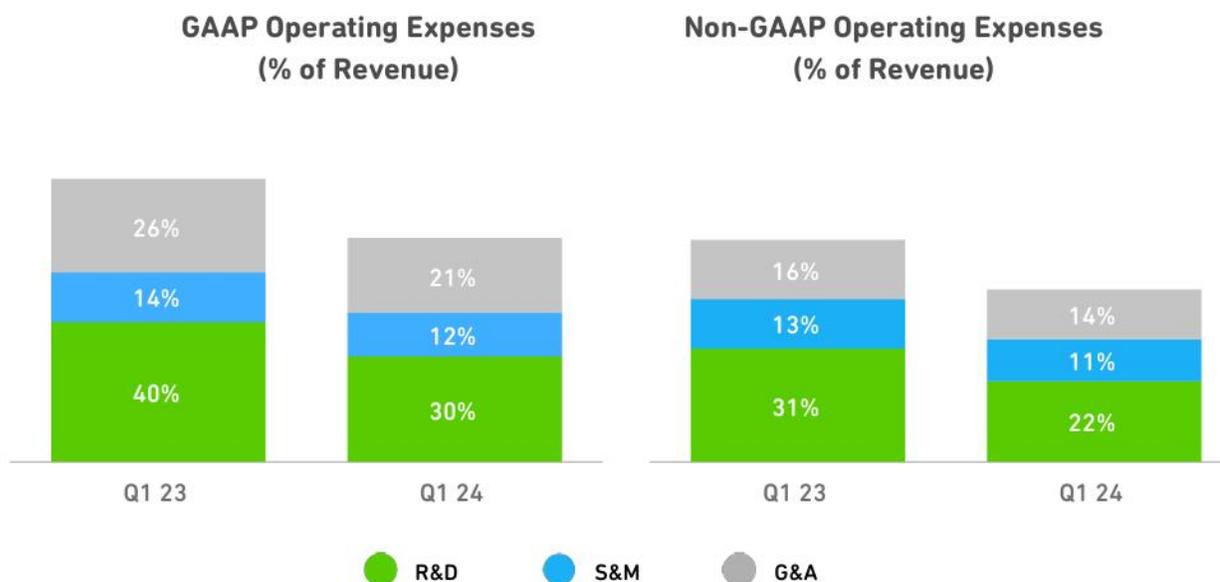
# Duolingo FY24Q1: 营收利润超指引, 订阅数继续新高

- **Q2 指引Booking季节性下滑、利润率下降（盘后大跌主要因素）**：Q2收入1.75-1.775亿美元（38%-40%），总booking收入1.79-1.815亿美元（**因Q4促销因素，Q2季节性下滑**），研发招聘增加经调EBITDA 0.368-0.391亿美元，经调EBITDA利润率21%-22%。同时财报会表示，预计第三季度和第四季度的增长率将低于第二季度，预计Q3经调EBITDA利润率将低于Q2，Q4与Q1相近。
- **上调全年业绩指引**：总booking收入8.085-8.175亿美元（前值7.90-8.02亿美元），总收入8.085-8.175亿美元（前值7.175-7.295亿美元），Adjusted EBITDA 1.671-1.765（前值1.543-1.714亿美元），经调EBITDA利润率21.5%-23.5%。
- **公司本身增长动能**：Duolingo max推广提升付费率和ARPU、财报会表示目前Duolingo Max面向六个国家的iOS上学习法语和西班牙语的用户、#约5%至10%的DAU开放，后续逐步放开。拓品类（高级英语学习、AI播客DuoRadio、）、提升产品质量。

图：Duolingo付费用户数情况



图：Duolingo三费与开支情况



资料来源：Duolingo财报，国信证券经济研究所整理

资料来源：Duolingo财报，国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 办公生产领域：微软
- [ 02 ] 企业服务领域：Salesforce、ServiceNow
- [ 03 ] 图形设计领域：Adobe
- [ 04 ] 教育领域：Duolingo
- [ 05 ] 数据分析与安全：Palantir、CrowdStrike
- [ 06 ] 数据服务：Datadog、Elastic、Snowflake、MongoDB
- [ 07 ] 风险提示

# Palantir FY24Q1: AI带动商业企业服务需求, 上调指引



- **FY24Q1财务概览:** Palantir营收6.34亿美元(同比+21%、环比+4%), 高于公司指引6.12-6.16亿美元, 毛利率至82%(环比-2pct)。GAAP 经营利润 8088 万美元, 经调整经营利润率为 36%。
- **分业务来看:**
- 政府收入同比+16%, 增长加速, 环比增长3%, 达到3.35亿美元。
- 商业收入同比+ 27%, 环比+ 5%, 达到 2.99亿美元。美国商业收入同比增长+40%(上季度为70%)、环比增长42%, 达到1.5亿美元。美国商业客户数量同比增长 69%, 环比增长19%, 达到 262 家客户。
- **业绩会指引:** 预计24Q2收入为6.49-6.53亿美元(+21.5%-22.4%, 彭博预期22%), 上调24年营收26.77-26.89亿美元(同比+20%-20.4%, 前值26.5-26.7亿美元)。上调美国商业收入超过6.61亿美元(前值6.4亿美元), 增长率至少为45%。调整后运营收入上调至8.68-8.8亿美元(前值为8.34亿至8.5亿美元)。调整后自由现金流为8亿美元-10亿美元。
- **AI表述:** AIP在美国采用进展很快, AI战略更为成熟, 在欧洲还处于非常早期阶段。公司开创了超越聊天并在企业中释放大语言模型(LLM)价值的方法, 将企业中非结构化的输入(无论是电子邮件、Slack 消息、PDF、图像、评论、音频)转化为结构化的行动和输出。将客户要求不同产品组合的电子邮件转化为实际的 ERP 系统中的库存分配。

图: Palantir一季度财务数据

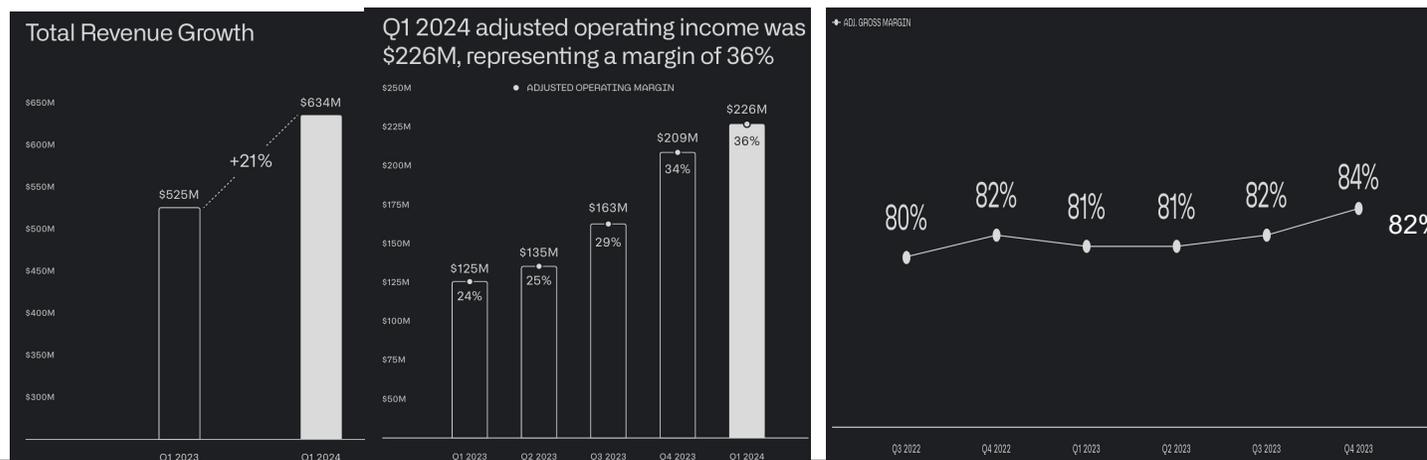
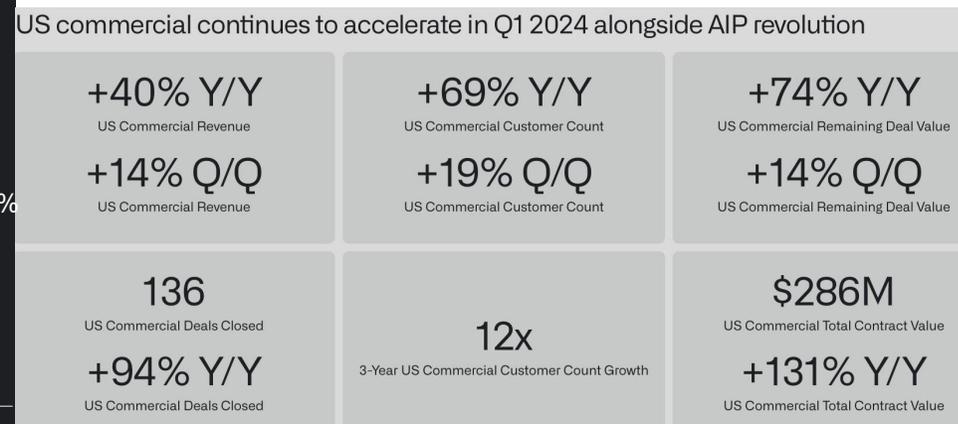


图: Palantir 一季度AIP平台进展



资料来源: Palantir财报、国信证券经济研究所整理

资料来源: Palantir财报、国信证券经济研究所整理

# CrowdStrike: 净新增ARR超公司预期, 业绩会指引强劲



- FY25Q1 (截止24年4月31日)**: 总收入为9.21亿美元, 同比+33%。其中订阅收入为8.72亿美元, 同比+34%。年度经常性收入(ARR)同比33%增长至36.5亿美元, 其中2.117亿美元是本季度净新增ARR。订阅Non-GAAP毛利率为80%。Non-GAAP运营收入为1.99亿美元, Non-GAAP OPM 21.6%, 去年同期为1.159亿美元。经营产生的净现金为3.832亿美元, 去年同期3亿美元。自由现金流为3.2亿美元, 去年同期2.3亿美元。
- 业绩会指引**: FY25Q2收入预计在9.58-9.61亿美元, Non-GAAP运营收入2.083-2.105亿美元之间。Non-GAAP净收入预计在2.457-2.478亿美元之间。上调FY2025收入预计在39.76-40.11亿美元(同比约+17.8%, 前值为39.2-39.9亿美元), Non-GAAP运营收入8.9-9.16亿美元。Non-GAAP净收入9.85-10.1亿美元。

图: FY25Q1 CrowdStrike业绩亮点

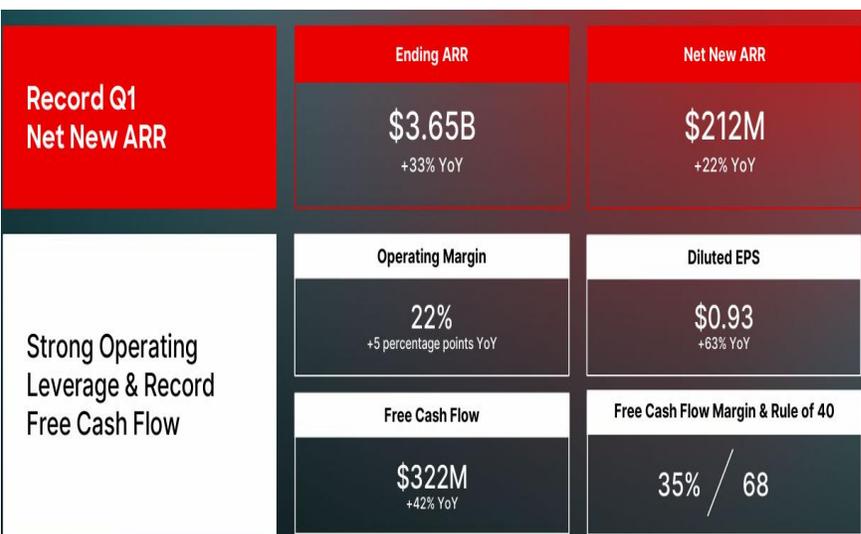
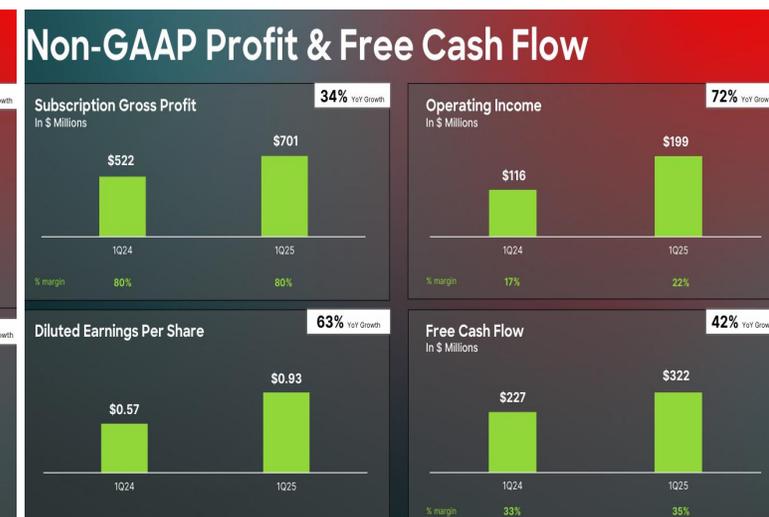


图: FY25Q1 CrowdStrike ARR与收入情况



图: FY25Q1 CrowdStrike利润情况



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

# CrowdStrike: 净新增ARR超公司预期, 业绩会指引强劲



## 业务亮点:

- ① 公司表示本季度拥有5个和7个或更多模块的订阅客户分别增长到 65% 和28%，涉及云、身份或 Falcon 下一代 SIEM 模块的交易数量同比增长了一倍多。
- ② AI原生平台缩小检测和响应之间的差距，将警报解决时间从几天和几小时压缩到几秒钟和实时。客户可以用Charlotte AI 以更快的速度体验到更多的平台实用性，将安全工作日的小时数缩短到几分钟
- ③ Falcon 平台整合了点云安全、身份保护、SIEM、合规性、端点管理等套件，客户实现了极大的成本节约，IDC 报告指出 CrowdStrike 解决方案的每投资一美元，客户可节省六美元。宣布与NVIDIA建立战略合作，在Falcon XDR平台上提供 NVIDIA的AI计算服务。

图：FY25Q1 CrowdStrike财务关键点

|  |   |   |   |
|--|---|---|---|
| <b>Strong Financial Performance</b>    | <b>\$3.65B</b><br>Ending ARR<br>+33% Y/Y  | <b>\$212M</b><br>Net New ARR<br>+22% Y/Y  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Record subscription gross margin, &gt;80%</li> <li>Record free cash flow, 35% of revenue</li> <li>Delivered significant YoY operating leverage</li> <li>Fifth consecutive quarter of GAAP profitability</li> </ul> |
| <b>Driving Platform Adoption</b>       | Landing with <b>more modules</b> than ever before   | # of deals involving cloud, identity, or next-gen SIEM <b>more than doubled</b>   | Cloud security provider of choice for <b>62 of Fortune 100</b>  |
| <b>Security Consolidator of Choice</b> | <b>Platform Built for Consolidation</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Single agent</li> <li>Single AI-native platform</li> <li>Frictionless vendor consolidation</li> <li>Immediate time-to-value</li> </ul> | <b>Record Module Adoption</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Percent of customers with 5+, 6+ &amp; 7+ modules <b>increased</b></li> <li>Deals with 8+ modules grew <b>95% YoY</b></li> </ul> |   |

图：CrowdStrike业绩会指引

|                                 | Q2 FY2025          | Full Year FY2025       |
|---------------------------------|--------------------|------------------------|
| Revenue                         | \$958.3 - \$961.2M | \$3,976.3 - \$4,010.7M |
| Non-GAAP Income from Operations | \$208.3 - \$210.5M | \$890.1 - \$916.5M     |
| Non-GAAP Net Income             | \$245.7 - \$247.8M | \$985.6 - \$1,012.0M   |
| Non-GAAP Net Income per share   | \$0.98 - \$0.99    | \$3.93 - \$4.03        |
| Weighted Average Shares         | 250M               | 251M                   |

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

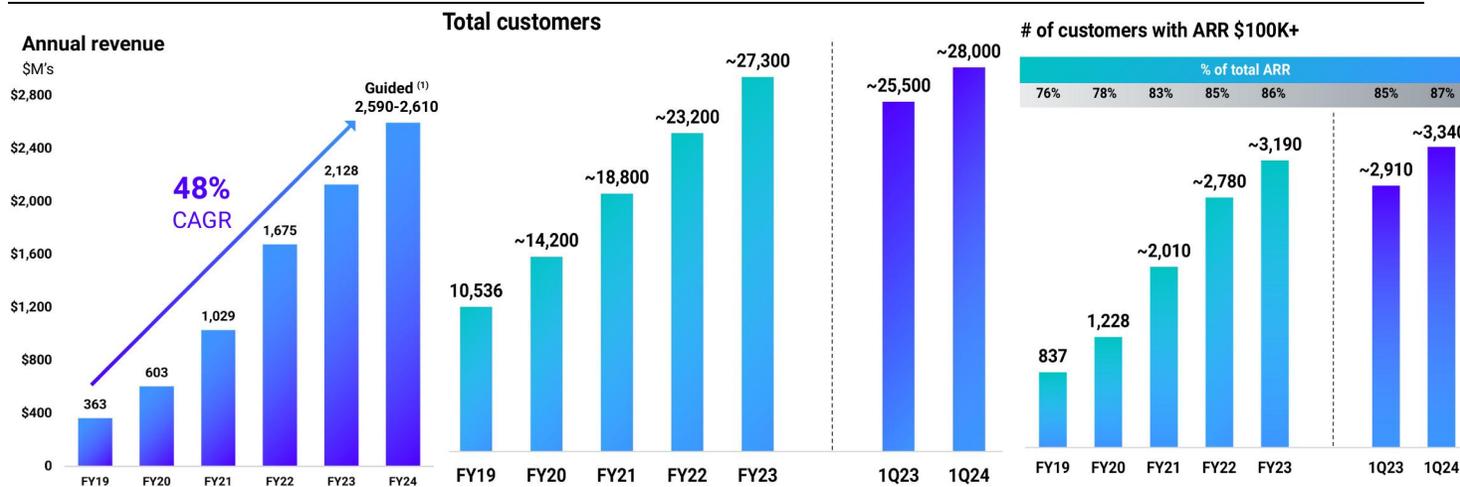
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- [ 01 ] 办公生产领域：微软
- [ 02 ] 企业服务领域：Salesforce、ServiceNow
- [ 03 ] 图形设计领域：Adobe
- [ 04 ] 教育领域：Duolingo
- [ 05 ] 数据分析与安全：Palantir、CrowdStrike
- [ 06 ] 数据服务：Datadog、Elastic、Snowflake、MongoDB
- [ 07 ] 风险提示

# Datadog FY23Q4: 3.5%的收入来自人工智能原生客户

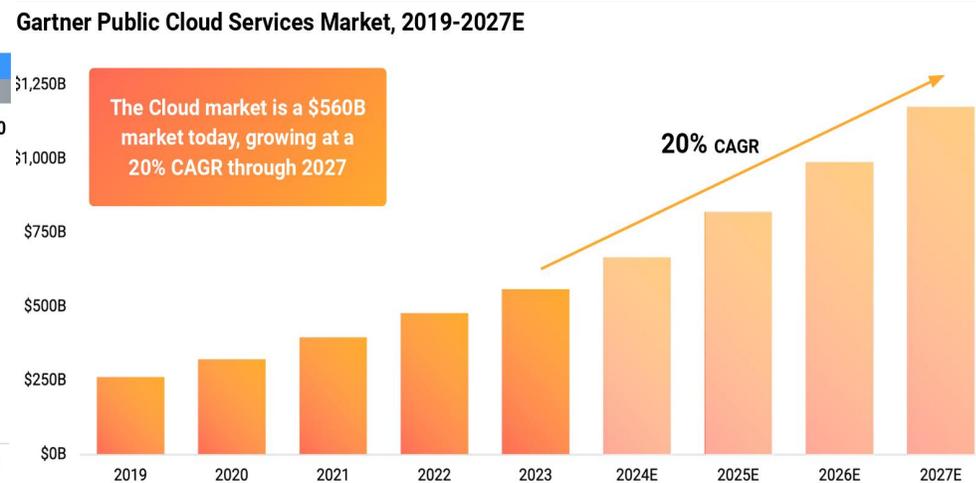
- **FY23Q4:** 收入为 6.11 亿美元（高于业绩会指引上限 5.91 亿美元），同比+27%。Non-GAAP 营业利润为 1.64 亿美元；（高于业绩会指引上限 1.32 亿美元），Non-GAAP 营业利润率为 27%。经营现金流为 2.12 亿美元，自由现金流为 1.87 亿美元。
- **客户增长:** 3,340 个 ARR 大于 10W 美元的客户，比截至去年同期+15%。
- **业绩会指引:** 2024 年二季度收入在 6.2 亿美元-6.24 亿美元 (+21.6%-22.5%)。Non-GAAP 营业利润 1.34 亿美元-1.38 亿美元。上调 2024 财年收入 25.9 亿美元-26.1 亿美元 (+21.6%-22.5%，前值 25.55-25.75 亿美元)，收入边际仍呈现降速趋势。Non-GAAP 营业利润 5.85 亿美元-6.05 亿美元（前值 5.35-5.55 亿）
- **AI 影响:** 管理层 3.5% 的收入来自人工智能原生客户（上季度是 3%），相对于同行领先，最大规模的 AI 工作负载客户是模型提供商本身。
- 本季度 Datadog AI 助手 Bits AI 公开商用，利用 Bits AI，可以自动生成、汇总摘要、查询理解，人员可以快速了解复杂事件的背景和范围，用户还可以查询 Bits AI 以询问相关事件并即时执行从事件创建到解决的任务。

图：Datadog 年 MAU 和 ARR 变化



资料来源：Datadog 财报，国信证券经济研究所整理  
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

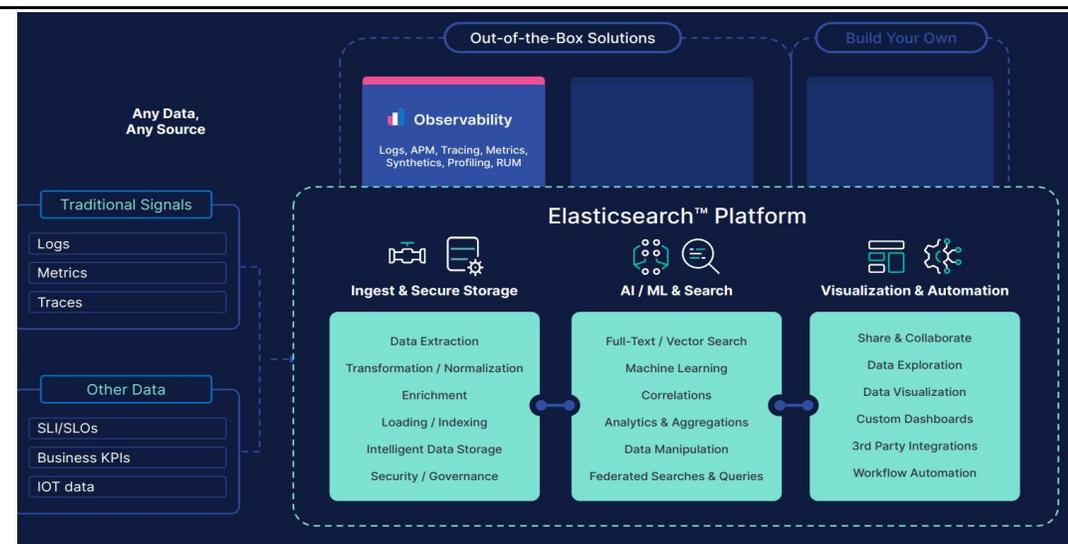
图：Gartner 公有云市场预测



资料来源：Datadog 财报，Gartner，国信证券经济研究所整理

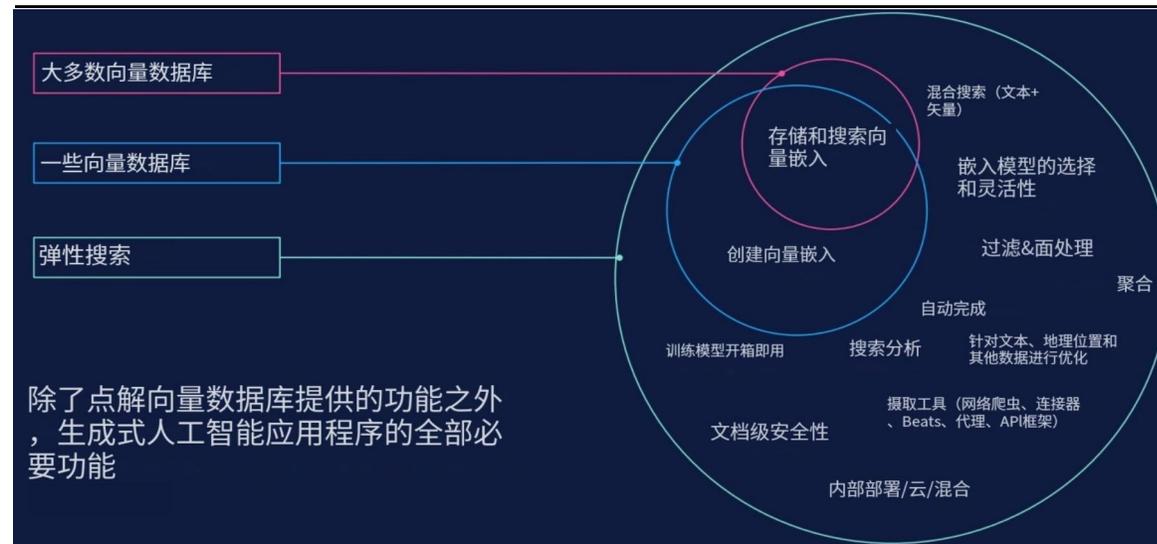
- Elastic搜索分析公司，提供可观测性、安全性和搜索解决方案，在安全分析、日志分析和搜索领域具备领导地位。
- ① **搜索分析**：提供基于Elasticsearch平台的解决方案，包括观测性、安全性和搜索服务。
- ② **数据摄取与处理**：Elastic的解决方案能够安全地摄取和扩展数据，包括日志、指标、APM（应用性能监控）、追踪、合成监控、配置文件和实际用户监控（RUM）等。
- ③ **全面的观测性解决方案**：Elastic提供观测性解决方案，帮助客户从多个数据源中提取洞察，包括基础设施、网络、日志、指标和用户行为数据。
- ④ **安全性解决方案**：Elastic的安全解决方案能够帮助客户检测、调查和响应安全威胁，提供云、网络和端点保护。
- ⑤ **搜索与生成性AI应用**：Elastic平台支持构建各种搜索和生成性AI应用，如产品搜索、工作场所搜索和自定义搜索应用。Elastic在其平台中集成了AI和机器学习功能，如Elasticsearch Relevance Engine（ESRE），以及其他用于相关性、自然语言理解、向量搜索和嵌入创建的工具。
- ⑥ **商业智能与分析**：Elastic提供商业智能工具，帮助用户进行数据探索、可视化和自动化工作流程。

图：Elasticsearch平台功能与工作流程



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理  
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：Elastic提供的数据服务类型



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

# Elastic: 客户对生成性AI、平台整合和云消费需求持续增长

**FY24Q4 (截止4月30) 财务汇总:** 总收入为3.35亿美元 (高于指引上限3.3亿美元), **同比增长20%**。其中Elastic Cloud 收入为1.48亿美元, 同比+32%, 其他订阅收入1.64亿美元, 同比+13%, 服务收入0.2亿美元, 同比+8%。GAAP运营利润率为-14%。Non-GAAP运营收入为2900万美元, Non-GAAP运营利润率为9%。运营现金流为6100万美元, Non-GAAP的自由现金流为6000万美元。

**客户情况:** 年度合同价值(ACV) 超过10万美元的客户总数超过1,330家, 季度环比增加60家, 订阅客户总数约为21,000人, 季度环比增加200人;

**财务展望:** 对于25FYQ1 (截至2024年7月30日) 预计总收入在3.43亿至3.45亿美元之间, **同比+17%**, 预计Non-GAAP运营利润率在9.2%至9.4%之间。对整个2025财年预计总收入在14.68亿至14.8亿美元之间, **同比+16%**。预计非GAAP运营利润率约为**11.7%-12.3%**。

➤ Elastic的CEO 表示, **GenAI贡献不显著, 今年并未预测GenAI对收入重大贡献, 今年重点投资**。客户对**生成性AI、平台整合和云消费模式**的稳定性持续推动了业务的增长。公司在产品创新和更新方面取得了进展, 包括向量搜索的标量量化、Elastic AI助手的实时警报、与微软Azure的云安全态势管理集成等。

图: Elastic FY24Q4财务亮点

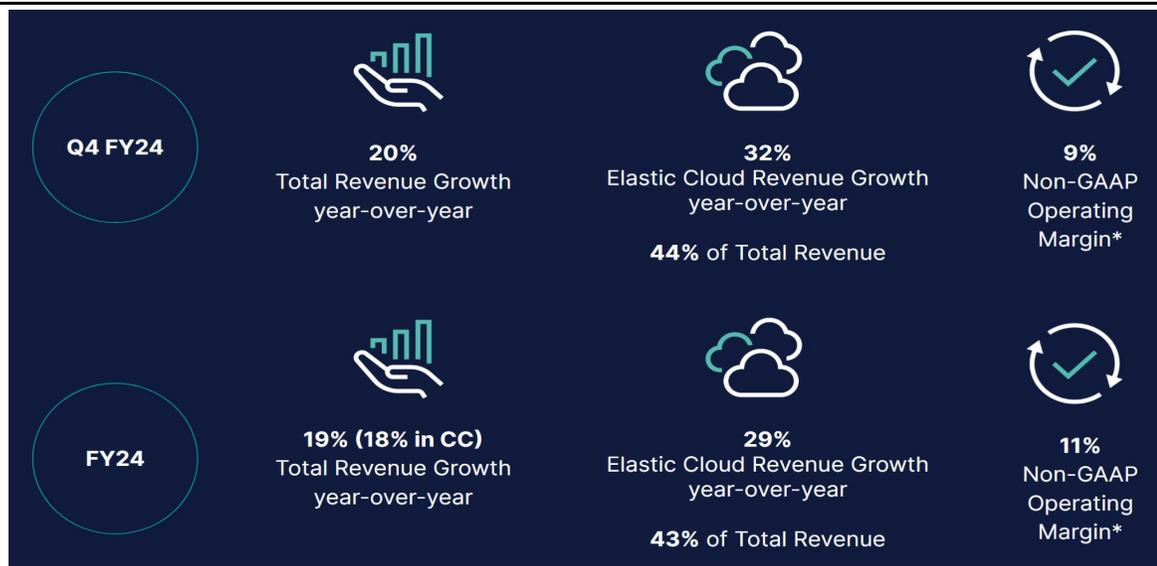
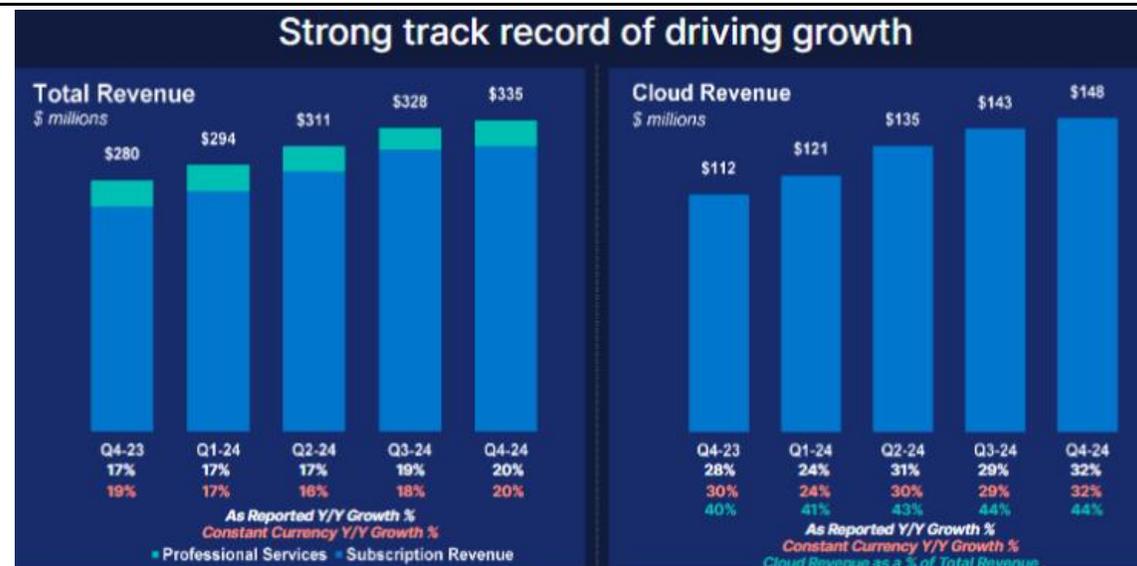


图: Elastic FY24Q4收入与云收入变化



# Snowflake FY25Q1: 投资AI, 今年利润率承压

- 财务概况:** 一季度收入为8.287亿美元, 同比+33%。其中产品订阅收入为7.8961亿美元, 同比+34%, 高于指引上限7.5亿美元。毛利率72%, Non-GAAP营业利润率4%, Non-GAAP营经调自由现金流率40%。**剩余履约义务为50亿美元, 同比增长46%。** (本季度签署了一项价值1亿美元的订单。2024财年末其平均交易期限为2.2年, 平均交易时间延长了10%)
- 业绩会指引:** 二季度预计产品订阅收入将在8.05-8.1亿美元之间 (同比+19.4%-20.2%), Non-GAAP营业利润率为3%。上调2025财年产品订阅收入33亿美元 (同比+24%, 前值32.5), Non-GAAP毛利率75%, **Non-GAAP营业利润率3% (前值6%), 毛利率和营业利润率预计今年将下降, AI计划相关的GPU成本增加, 预计今年支出大于5000 万美元。**
- 分红回购:** 一季度5.16亿美元回购, 20亿美元的授权目前还有8.92亿美元额度。
- AI进展:** 三个月训练LLM模型 **Arctic**, 已推出, 表现优于LLaMA-2-70B, 超过 50% 的客户正在使用 Snowpark。**Snowflake预计25财年有3个百分点的产品收入将来自Snowpark**, 24财年收入是3500万到3600万美元, 3%将接近1亿。
- GA时间线:** Cortex (Snowflake的AI层) 已经GA, 目前750+客户使用。Unistore最近在AWS上公开预览, 并将于今年下半年正式推出。Iceberg预计在今年晚些推出, 预计影响10%的存储业务。Snowpark Container Services 今年下半年推出

图: Snowflake年营收和季度营收变化

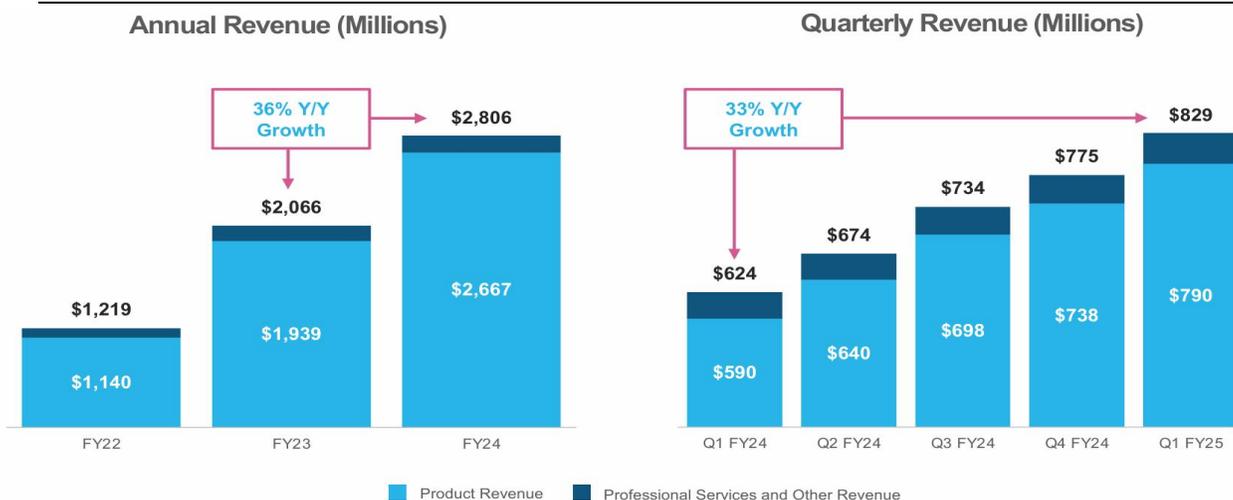
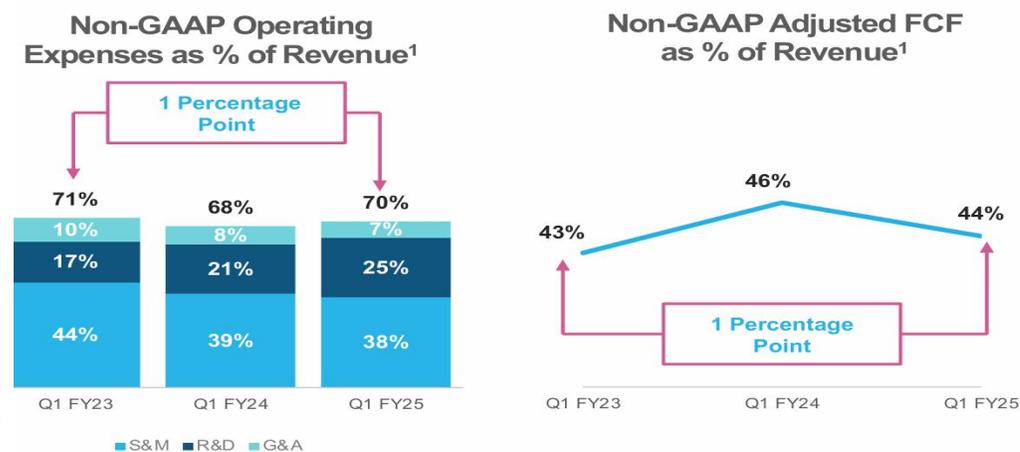


图: Snowflake营业费用占营收变化

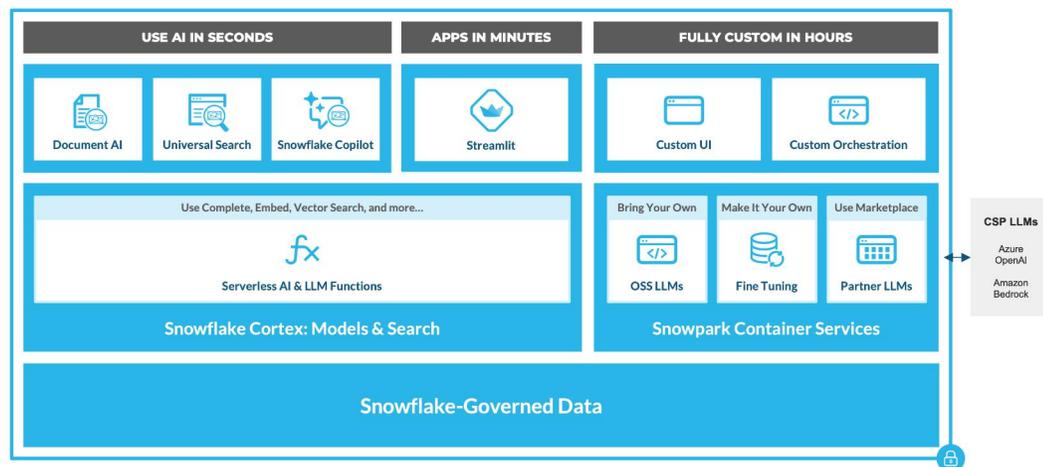


资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

# Snowflake: AI产品大部分即将GA, 助力AI应用开发

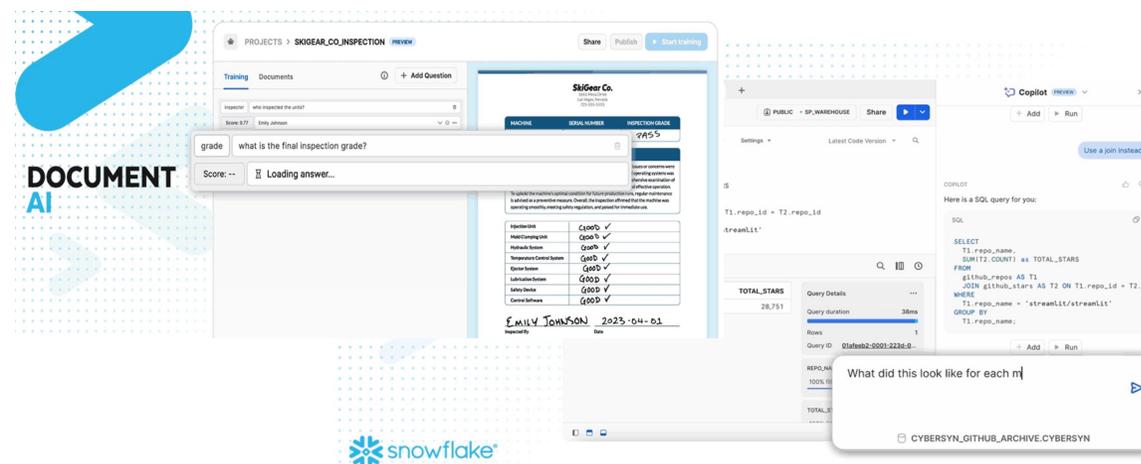
- **Snowflake Cortex:** 大语言模型推理的托管服务, 只需一行 SQL 或 Python就可访问专用 ML 和 LLM 模型, 加速日常分析和 AI 应用程序开发, 如: 非结构化数据提取信息、情绪检测、文本摘要、翻译、预测、异常检测、分类, 包括以下功能:
  - ① **Snowflake Copilot:** 是一个由 LLM 提供支持的助手, 用于使用自然语言生成和优化 SQL。
  - ② **Document AI:** 是一种由 LLM 支持, 适用提取数据。使用预先训练的模型和直观的界面, 客户可以处理任何文档 (pdf、word、txt、屏幕截图) 并获得问题的答案。
  - ③ **Universal Search :** 由 LLM 提供支持的搜索, 用于数据云/数据库中搜索和发现数据和应用。
- **Snowpark Container:** Snowpark 库提供了一个直观的库, 用于在 Snowflake 中大规模查询和处理数据, 超过70个客户已经在试用该服务, 还有更多的客户在排队等候。
- **Snowflake Horizon:** 为人工智能构建统一安全的解决方案。Horizon严格且一致地监控跨用例的用户权限, 包括大型语言模型应用程序、传统ML模型和特别查询。

图: Snowflake AI产品



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图: Snowflake Document AI

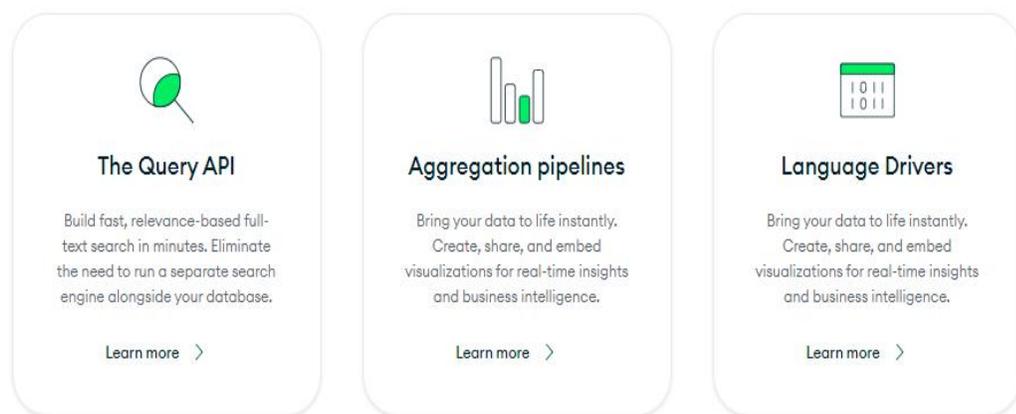


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

# MongoDB FY25Q1：增长比预期更早放缓，下调全年指引

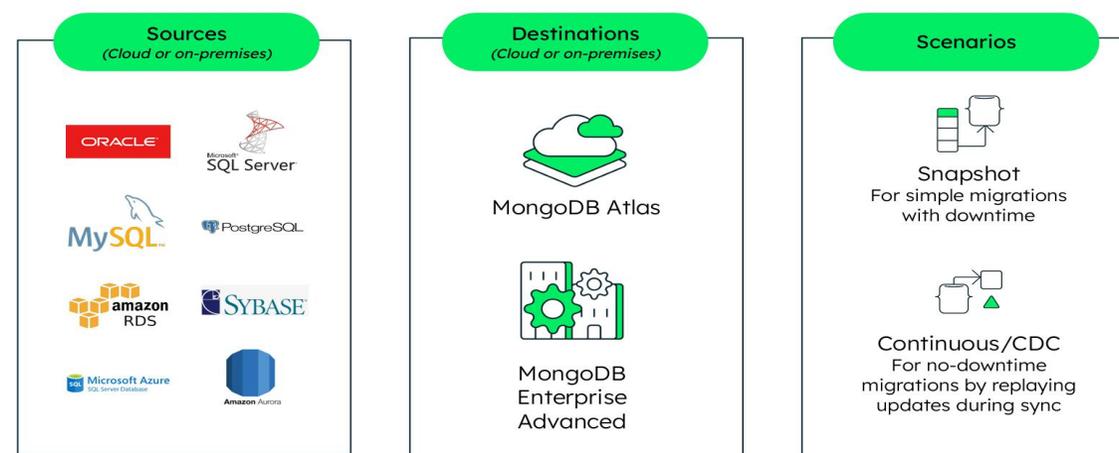
- **财务概况:** FY25Q1总营收为4.5亿美元（+22%），超出指引上限4.4亿美元。其中MongoDB Atlas收入同比增长32%，占总收入的70%。Non-GAAP毛利率75%。Non-GAAP营业利润0.328亿美元，超出0.25亿美元的指引上限，**对应OPM7.8%（同比-5pcts）**。
- **业绩会指引:** 2025Q2营收指引为4.6-4.64亿美元（同比+19%），Non-GAAP营业利润指引0.35-0.38亿美元。**下调指引**25财年18.8-19亿美金（+14%，前值19-19.3），**下调指引**Non-GAAP营业利润指引1.68-1.83亿美元（前值1.86-2.01）。
- **AI表述:** Q1 Atlas消费增长低于预期，**季节性改善少于预期，这种动态在不同资历、行业、规模和地域的客户中都是如此**，代表了宏观环境的弱化，代表了终端客户业务放缓。认为这表明宏观环境比年初预期的更加具有挑战性。
- **认为三个大云厂大部分增长实际上都在转售 GPU**，公司战略集中在AI堆栈的第二和第三层，帮助客户构建AI应用程序。**到今天没有看到很多 AI应用程序在生产中。**
- **每次技术迭代应用程序的成本都会下降。**目前正在经历的S曲线，与这种技术转型有关，但部分也与宏观环境不好有关。AI为长期增长的重要驱动力，尽管目前仍处于早期阶段。

图：MongoDB Atlas帮助开发



资料来源：MongoDB 官网、国信证券经济研究所整理

图：MongoDB 支持上游数据库与下游场景



资料来源：MongoDB 官网、国信证券经济研究所整理

一、**产品进度以及性能水平不及预期的风险。**AI等产品依赖的核心技术工程化难度大，依赖大量的数据与反馈持续提升性能，整体进度可能会受到影响。

二、**AI技术发展不及预期的风险。**大模型等技术壁垒较高，持续迭代较慢。同时，AI可能会出现幻觉，生产违反道德、常规、法律等内容。

三、**下游需求不及预期。**若下游用户需求不及预期，相关的产品付费率增长或慢于预期，致使行业增长不及预期。

四、**宏观经济波动。**若宏观经济波动，产业变革及新技术的落地节奏或将受到影响。

| 国信证券投资评级  |        |      |                       |
|---|--------|------|-----------------------|
| 投资评级标准  | 类别     | 级别   | 说明                    |
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上    |
|   |        | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间   |
|   |        | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上    |
|   |        | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点     |
|   | 行业投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上  |
|   |        | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
|   |        | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上  |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046      总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032