



中信证券研究部

核心观点



陈俊云
前瞻研究首席
分析师
S1010517080001



许英博
科技产业首席
分析师
S1010510120041



贾凯方
前瞻研究分析师
S1010522080001



刘锐
前瞻研究分析师
S1010522110001



高飞翔
前瞻研究分析师
S1010523060003

前期过快上涨带来较高市场预期计入、软件&半导体板块相对平淡的二季报等，叠加国债收益率上行，共同导致了近期美股科技板块的疲软表现。短期维度，企业 IT 支出自底部缓慢复苏、消费电子等半导体下游需求偏弱、AI 在 2B 市场循序渐进导入等，均使得美股软件&云计算、半导体&硬件板块业绩短期更多呈现 U 形复苏，而非 V 形反转，市场再次上行需要等待更多业绩层面加速的证据，但下探空间亦大概率有限，互联网板块是短期理想的配置选项。中期维度，基于欧美宏观经济具备韧性的基准假设，我们判断，自 Q3 开始，美股科技板块业绩已经进入逐季上行周期，未来 4~6 个季度，板块业绩有望持续向上，同时 2024 年业绩增速有望较 2023 年显著加速，支撑对市场的持续乐观看法。板块层面，我们的偏好顺序依次为：互联网、云计算&软件 SaaS、半导体&硬件，个股层面，我们建议关注：亚马逊、微软、英伟达、台积电、Salesforce 等。

近期回顾：美股科技股表现疲软，软件、半导体尤为突出。 数据显示，二季报发布后的交易日，除了当季业绩显著超预期的亚马逊等互联网巨头，以及少数软件 SaaS 企业外，美股大部分科技公司例如微软、高通、AMD、苹果等企业，均出现明显下跌，并显著跑输同期的市场基准（纳斯达克指数）；最近 2 周，标普信息技术板块累计下跌 5.5%，半导体（SOX）、软件指数（IGV）累计跌幅接近 10%。我们判断，过高市场预期、平淡二季报为主要触发因素：1) 市场层面，惠誉对美国主权信用评级的下调、美国国债集中供给、近期美国良好的宏观经济数据等，共同推动美国国债收益率的上行，并相应导致市场风险偏好下行，以及市场风格向更具性价比的顺周期板块切换；2) 企业层面，欧美企业 IT 支出虽底部企稳、但难言快速复苏，半导体下游市场需求低迷导致库存出清一再后延，AI 在 2B 场景的落地及财务贡献并非立竿见影等，导致美股科技板块二季报整体表现平淡。

短期判断：市场上行需要等待更多业绩加速证据，但下行风险亦有限。 行业层面的短期变化、企业业绩趋势等，有助于为市场短期走势判断提供一些可行的思路。短期维度，我们判断软件&云计算、半导体&硬件板块仍将受到企业 IT 支出缓慢恢复、下游需求弱复苏、AI 进展循序渐进等因素的约束和拖累，企业业绩虽呈现向上改善趋势，考虑到前期市场乐观预期的较多计入，短期或较难超越市场预期，但考虑到未来 4~6 个季度相对清晰的板块业绩上行周期，我们判断市场下行的风险亦较为有限。美股互联网巨头业绩增速已从 Q1 开始触底反弹，短期有望逐季稳步向上、且估值较为合理，兼具进攻防御属性，是短期理想的配置方向。

中期展望：未来 4~6 个季度将进入业绩上行周期。 宏观层面，我们以市场主流预期为基准假设，即：经济不衰退或温和衰退，政策利率“higher and longer”。我们判断，自 Q3 开始，美股科技板块已经进入逐季业绩上行周期，未来 4~6 个季度有望持续向上，同时 2024 年业绩增速有望较 2023 年显著加速：1) 半导体&硬件，目前全球半导体行业已经跨过库存的高点，我们预计 2024 年欧美云厂商 CAPEX 增速将恢复至双位数以上，同时 windows 10 在 2025 年的 EOL 将带来全球 2024 年商用 PC 换机潮；2) 软件&云计算，本轮企业云计算需求优化已接近尾声，市场对软件板块增速预期下修亦较为充分，云计算、软件作为典型的顺周期板块，宏观经济预期的改善，有望使得板块业绩增速在 2024 年出现显著加速；3) 互联网，美股互联网巨头以电商、广告为主的商业模式，将持续受益于宏观经济预期的改善，以及通胀数据的持续回落，叠加生成式 AI 等技术融入带来的生产效率的持续提升，我们预计美股互联网巨头业绩有望持续向上。

- **后续关注：AI 进展、尾部风险等。**进入下半年，宏观层面的因素之外，科技板块仍有诸多的事件&事项需要紧密跟踪和关注：1) 公司财报，进入 8 月下旬，部分重点半导体、软件企业财报仍非常重要，需要重点关注 AI 算力&货币化、企业 IT 支出等层面的表述和趋势性变化；2) AI 进展，包括谷歌（多模态模型发布）、高通（混合式 AI 芯片）、特斯拉（自动驾驶、机器人进展）、AMD（AI 芯片竞争格局）、微软（copilot 商业化效果）等相关重点事项；3) 政策监管，关注 9 月的谷歌搜索反垄断诉讼进行审理，以及下半年欧美在 AI 领域监管细则的可能调整&落地等。宏观经济韧性、AI 产业浪潮构成了今年美股科技股大幅向上的主要支撑，后续相关的尾部风险亦需要重点关注，包括：通胀再次抬头风险，以及短期应用场景落地缓慢、2B 商业化进展不及预期、芯片供给瓶颈消除后订单自然回落等 AI 相关产业风险等。
- **风险因素：**通胀数据再次抬头风险；美国经济陷入衰退风险；美债市场流动性风险；地缘政治冲突导致欧洲经济全面走弱风险；针对科技巨头的政策监管持续收紧风险；AI 领域进展不及预期风险；宏观经济波动导致欧美企业 IT 支出不及预期风险；全球半导体库存出清速度低于预期风险等。
- **投资策略：**企业 IT 支出自底部缓慢复苏、消费电子等半导体下游需求偏弱、AI 在 2B 市场循序渐进导入等，均使得美股软件&云计算、半导体&硬件板块业绩短期更多呈现 U 形复苏，而非 V 形反转，互联网板块是短期理想的配置选项。基于欧美宏观经济具备韧性的基准假设，我们判断，自 Q3 开始，美股科技板块业绩已经进入逐季上行周期，未来 4~6 个季度，板块业绩有望持续向上，同时 2024 年业绩增速有望较 2023 年显著加速。板块层面，我们的偏好顺序依次为：互联网、云计算&软件 SaaS、半导体&硬件，个股层面，我们建议关注：亚马逊、微软、英伟达、台积电、Salesforce 等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司	代码	市值 (亿美元)	行业板块	估值方式	估值（自然年）			
					2022A	2023E	2024E	2025E
亚马逊	AMZN	14204	互联网	EV/EBIT DA	NA	14.2	12.0	9.8
meta	META	7770	互联网	PE	33.5	22.2	18.0	15.6
微软	MSFT	23913	软件 SaaS	P/FCF	37.3	40.4	40.0	34.9
英伟达	NVDA	10853	半导体	PE	129.7	55.5	38.8	33.1
台积电	TSM	4755	半导体	PE	14.0	18.9	15.2	12.4
Salesforce	CRM	2034	软件 SaaS	P/FCF	33.0	27.8	21.3	18.3
PaloAlto	PANW	660	软件 SaaS	P/FCF	38.3	27.6	23.6	21.3
Snowflake	SNOW	492	软件 SaaS	PS	23.8	17.8	13.6	10.4
CrowdStrike	CRWD	355	软件 SaaS	P/FCF	50.7	41.1	30.9	24.6
Datadog	DDOG	288	软件 SaaS	PS	17.2	14.0	11.3	8.7
MongoDB	MDB	259	软件 SaaS	PS	20.2	16.7	13.8	10.6
Confluent	CFLT	100	软件 SaaS	PS	17.1	13.0	10.2	8.0
Service Now	NOW	1142	软件 SaaS	P/FCF	52.5	43.4	35.2	29.4
Adobe	ADBE	2364	软件 SaaS	P/FCF	33.0	30.6	27.2	25.7
AMD	AMD	1799	半导体	PE	32.7	40.2	26.9	21.1
特斯拉	TSLA	7394	硬件	PE	52.3	62.8	45.7	33.9
苹果	AAPL	27743	硬件	PE	27.8	29.0	27.4	25.3
Arista	ANET	556	硬件	PE	38.4	28.5	25.8	22.8
高通	QCOM	1246	半导体	PE	8.7	13.4	12.3	11.5
美光	MU	716	半导体	PB	1.4	1.6	1.7	1.5
谷歌	GOOGL	16364	互联网	PE	27.3	22.8	19.5	17.0

资料来源：Wind、路透（含一致预期），中信证券研究部

注：股价为 2023 年 8 月 15 日收盘价

目录

市场近期表现回顾	4
科技板块短期判断	6
科技板块中期展望	9
后续重点关注变量	13
风险因素	14
投资策略	14

插图目录

图 1: 费城半导体指数走势	5
图 2: 美股软件服务指数 (IGV) 走势	5
图 3: 美国 10 年期国债收益率数据	5
图 4: 美股部分科技巨头估值水平 PE (NTM)	6
图 5: 北美云计算巨头收入增速	6
图 6: 美股部分半导体公司库存数据 (百万美元)	8
图 7: 费城半导体指数 PE(NTM)	8
图 8: CME 利率期货反应的美联储联邦基金利率点位的概率分布	9
图 9: 台积电季度营收数据 (百万美元)	10
图 10: 全球 PC 销量同比增速	10
图 11: 美股软件板块 EV/S(NTM)	11
图 12: 美股部分软件企业 2023、2024 年营收增速一致预期	11
图 13: 谷歌、Meta 收入增速	12
图 14: 谷歌、Meta 运营利润率	12
图 15: 谷歌、Meta、亚马逊员工数同比变化	12

表格目录

表 1: 美股部分企业当季财报后 T+1 日涨跌幅统计	4
表 2: 标普 500 指数部分分子板块期间涨跌幅统计	4
表 3: Salesforce AI 相关产品推进时间表	7
表 4: 过去 12 个月内 FOMC 对实际 GDP 增长预测变化	9
表 5: 美股部分企业财报日历及关注要点	13
表 6: 美股 AI 领域 2023H2 部分重点事件列表	13
表 7: 重点公司估值列表	14

市场近期表现回顾

市场表现：美股科技板块最近一个月出现明显回调。自二季报以来，美股市场表现偏弱，上半年大幅上涨的科技板块表现尤为疲软。我们统计发现：1) 中报后，二季报发布后的交易日，除了当季业绩显著超预期的亚马逊等互联网巨头，以及少数软件 SaaS 企业外，美股大部分科技公司，例如微软、高通、AMD、苹果等企业，均出现明显下跌，并显著跑输同期的市场基准(纳斯达克指数)；2) 最近 2 周，标普信息技术板块累计下跌 5.5%，半导体 (SOX)、软件指数 (IGV) 累计跌幅接近 10%。

表 1：美股部分企业当季财报后 T+1 日涨跌幅统计

股票代码	业务	T+1 涨跌幅	纳斯达克指数涨跌幅
AMZN.O	互联网	8.3%	-0.4%
NET.N	软件 SaaS	6.9%	-0.4%
INTC.O	半导体	6.6%	1.9%
GOOGL.O	互联网	5.8%	-0.1%
META.O	互联网	4.4%	-0.5%
NOW.N	软件 SaaS	-3.0%	-0.5%
MSFT.O	软件 SaaS	-3.8%	-0.1%
AAPL.O	硬件	-4.8%	-0.4%
TSM.N	半导体	-5.0%	-2.1%
TXN.O	半导体	-5.4%	-0.1%
AMD.O	半导体	-7.0%	-2.2%
QCOM.O	半导体	-8.2%	-0.1%
TSLA.O	硬件	-9.7%	-2.1%
DDOG.O	软件 SaaS	-19.5%	0.6%
FTNT.O	软件 SaaS	-25.1%	-0.4%

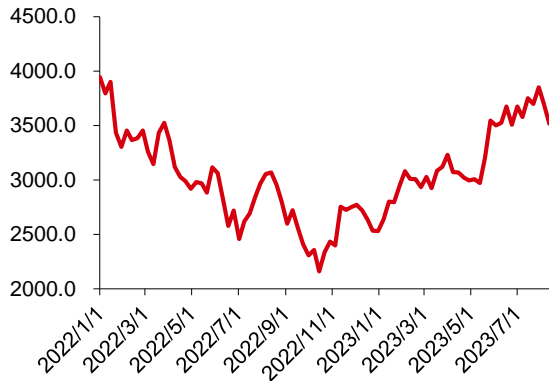
资料来源：彭博，中信证券研究部

表 2：标普 500 指数部分子板块期间涨跌幅统计

板块	YTD	MTD	2WTD
信息技术	47.2%	-4.2%	-5.5%
工业	12.4%	-0.7%	-2.7%
材料	10.1%	-1.4%	-3.9%
医疗保健	5.8%	3.9%	2.5%
金融	4.6%	1.1%	-3.0%
房地产	2.8%	-4.9%	-3.3%
日常消费	2.7%	-0.1%	-1.9%
能源	2.3%	7.8%	0.7%
公用事业	-7.9%	-5.6%	-4.7%

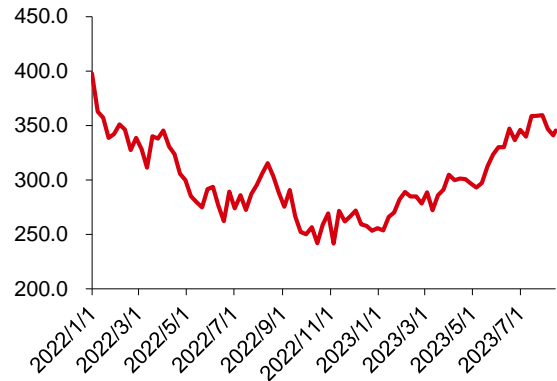
资料来源：彭博，中信证券研究部，注：数据统计截止至 2023.08.16

图 1：费城半导体指数走势



资料来源：彭博，中信证券研究部

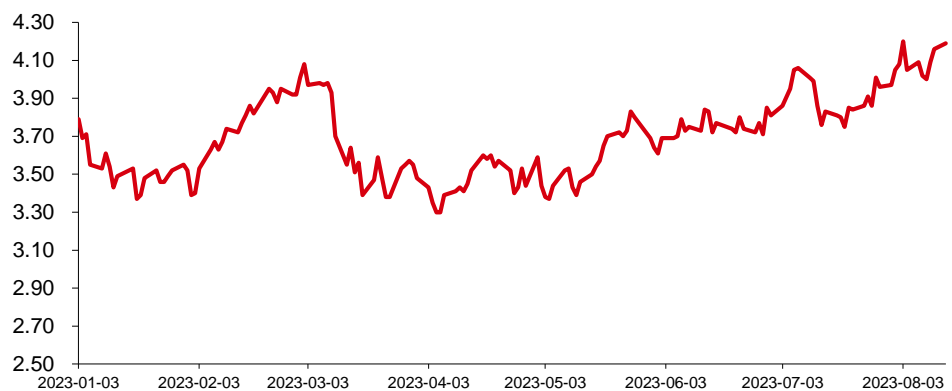
图 2：美股软件服务指数（IGV）走势



资料来源：彭博，中信证券研究部

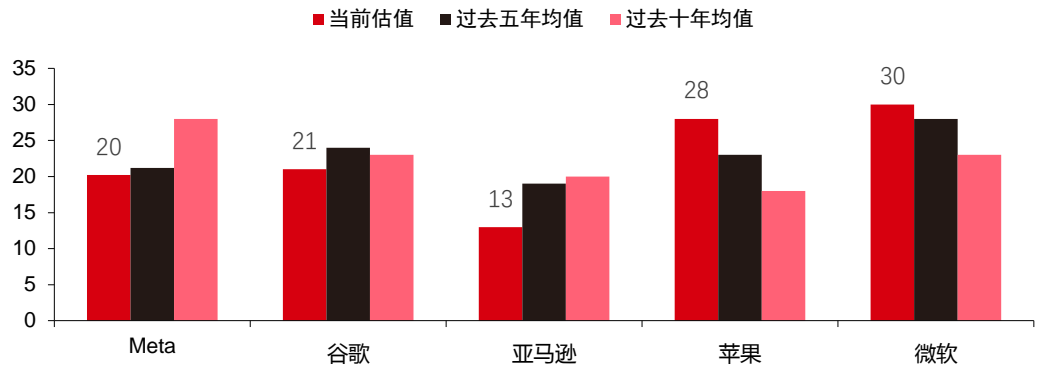
潜在原因分析：平淡二季报、市场风格切换等。我们分析认为，近期美股科技板块的疲软是多种因素共同作用的结果，其中市场过高的预期与相对缺乏亮点的二季报之间的矛盾是主要触发因素：1) 市场层面，惠誉对美国主权信用评级的下调、美国国债集中供给、近期美国良好的宏观数据等，共同推动美国国债收益率的上行，并相应导致权益市场风险偏好的下行，以及权益市场投资者从前期获利颇丰的科技板块转向更具性价比的顺周期板块；2) 企业层面，欧美企业 IT 支出虽然底部企稳、但难言快速复苏（体现在云计算、软件等领域），半导体下游市场（消费电子、服务器等）需求低迷导致库存出清一再后延，AI 在 2B 场景的落地及财务贡献并非立竿见影等，导致美股科技板块二季报整体表现平淡，而美股科技板块在上半年的快速上涨已经较多计入周期复苏、AI 业绩贡献等层面因素，反而是此前市场无太多预期的互联网板块，在具有韧性的宏观经济支撑下，业绩表现突出。

图 3：美国 10 年期国债收益率数据（%）



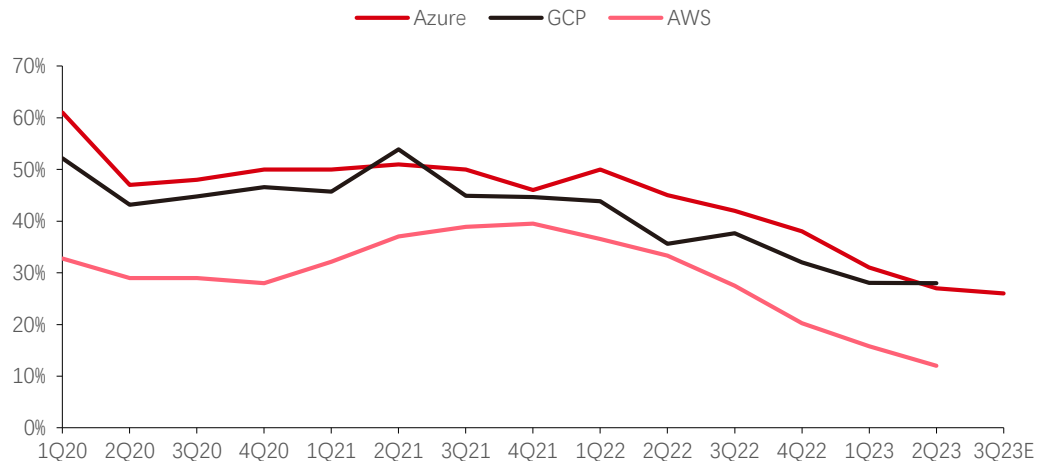
资料来源：wind，中信证券研究部

图 4：美股部分科技巨头估值水平 PE (NTM)



资料来源：彭博，中信证券研究部预测 注：除亚马逊为 EV/EBITDA，其余均为 PE

图 5：北美云计算巨头收入增速



资料来源：彭博，中信证券研究部，注：3Q 预测数据为微软 FY2023Q4 财报指引

科技板块短期判断

站在当前时点，美股科技板块当前偏弱的市场走势还要持续多久，市场是否还存在进一步大幅向下的可能，后续主要的观察因素、变量是什么……这些均是当下投资者最为关心的问题。期望能够对较短时间框架内的市场走势做出准确的判断，这显然超出了我们的专业能力。但回归企业基本面层面，我们亦能通过对行业层面的短期变化、企业业绩趋势等，对市场短期的走势提供一些可能的分析思路。下面我们主要针对软件&云计算、半导体&硬件、互联网三个子板块短期业绩趋势展开分析。

软件&云计算: 受益于欧美宏观经济的韧性, 目前欧美企业 IT 支出已经在上半年企稳, 主要软件、云计算企业二季报显示, 企业客户端需求并未出现进一步收缩的迹象, 但考虑到: 1) 全球宏观经济仍难言非常乐观, 以及企业 IT 支出预算大多发生于自然年四季度,

今年下半年 IT 支出遵从去年四季度指定的预算仍将是大概率事件；2) 本轮企业云计算需求优化已接近尾声，AWS 营收增速已经在 Q2 触底，但考虑到三大云计算平台各自客户优化节奏差异，预计微软 Azure、谷歌 GCP 滞后于 AWS 1~2 个季度；3) 虽然微软、Salesforce 等企业已经公布 AI 产品的定价计划，但我们预计实质性的收入贡献将最早从四季度开始得到体现。综合上述分析，我们判断短期美股软件、云计算企业业绩表现将呈现温和的季度环比改善，而非 V 形反转，同比数据则有望受益于去年下半年的较低基数。

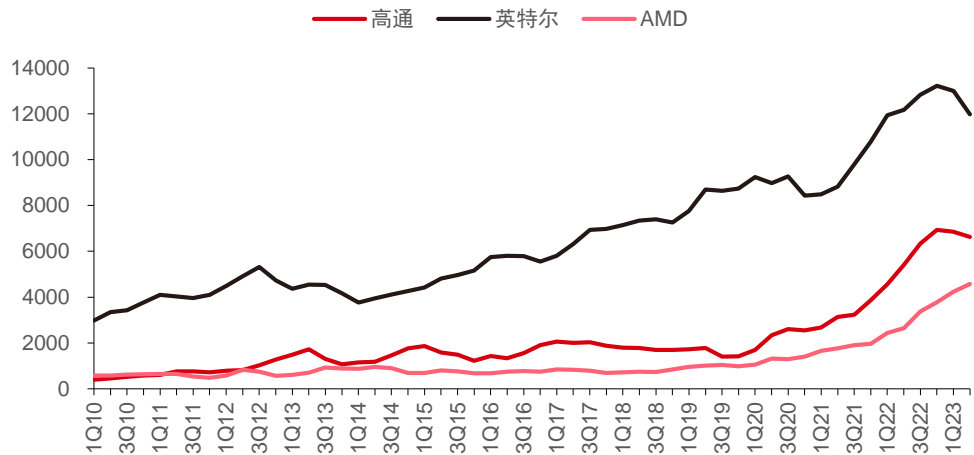
表 3: Salesforce AI 相关产品推进时间表

AI 产品	主要功能	可用时间
Sales GPT	Sales Emails	已经普遍可用
	Call Summaries	将在 2023 年普遍可用
	Sales Assistant	将在 2023 年普遍可用
Service GPT	Service Replies	已经普遍可用
	Work Summaries	已经普遍可用
	Knowledge Articles	将在 2023 年普遍可用
	Mobile Work Briefing	将在 2023 年普遍可用
Marketing GPT	Segment Creation	将在 23 年 10 月普遍可用
	Email Content Creation	将在 24 年 2 月普遍可用
	Rapid Identity Resolution	将在 23 年 10 月普遍可用
	Segment Intelligence	将在 23 年 10 月普遍可用
Commerce GPT	Dynamic Product Descriptions	已经普遍可用
	Commerce Concierge	将在 24 年 2 月普遍可用
	Goals-Based Commerce	将在 24 年 3 月普遍可用
Slack GPT	Slack GPT for Sales	将在 23 年晚些时候推出
	Slack GPT for Service	将在 23 年晚些时候推出
	Slack GPT for Dev/IT	将在 23 年晚些时候推出
	Slack GPT for Marketing	将在 23 年晚些时候推出
Tableau GPT	Automated analytics	将在 23 年 11 月测试
	Personalized metrics	将在 23 年 11 月测试
Flow GPT		将在 23 年 10 月测试
Einstein GPT Trust Layer		已经普遍可用

资料来源：Salesforce 公司官网，中信证券研究部

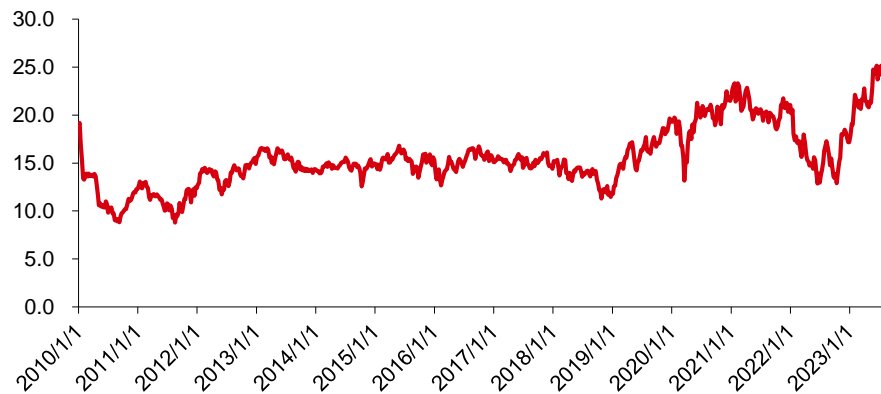
半导体：今年上半年美股半导体指数（SOX）累计涨幅超过 40%，周期复苏的预期，以及 AI 浪潮为主要的驱动因素。目前全球半导体行业的库存高点已经在 Q1 出现，并开始进入逐季下行通道，同时 PC、智能手机终端渠道库存亦恢复至正常水平，但考虑到：1) 下游需求依然低迷，市场备货意愿不足；2) 上游半导体公司库存水平依然偏高，仍需要通过折扣等积极价格策略推动库存水平的降低；3) 本轮 AI 浪潮，主要是英伟达等少数企业受益，并未在半导体行业广泛扩散等。叠加目前美股半导体（SOX）指数已经接近 2022 年高点，板块动态估值水平亦创下历史新高，短期而言，偏弱的业绩恢复速度+市场预期的充分计入，导致美股半导体板块短期缺乏明显的上行机会。

图 6: 美股部分半导体公司库存数据 (百万美元)



资料来源: 彭博, 中信证券研究部

图 7: 费城半导体指数 PE(NTM)



资料来源: 彭博, 中信证券研究部

互联网: 前期较低的市场预期、宏观经济的支撑, 以及主要企业自 2022Q3 以来采取的一系列降本增效的措施, 使得美股互联网板块成为今年表现最好的板块之一。短期维度, 伴随市场对宏观经济预期的进一步乐观, 以及降本增效的持续推进, 我们预计美股互联网巨头业绩短期仍将继续向上, 且利润增速快于收入增速, 叠加去年下半年同期的较低基数, 预计同比表现较为理想。

小结: 整体而言, 当前软件&云计算、半导体&硬件板块仍将受到需求不足等因素的约束和拖累, 企业业绩虽缓慢改善, 但亦较难超越当前市场预期、缺乏亮点, 但考虑到未来 4~6 个季度的板块业绩上行周期, 我们判断市场下行的风险亦较为有限。而互联网板块则业绩稳步向上、估值较为合理, 兼具进攻防御属性, 是短期理想的配置方向。

科技板块中期展望

中长期基本面主导的市场、四个季度以上的时间框架里，我们对市场的判断则更具有信心。下文的内容中，我们亦主要从宏观、行业两个层面，对科技板块中期基本面展开分析。我们分析认为，在宏观韧性的基准假设下，美股科技板块未来 4~6 个季度的基本面将持续向上，2024 年板块业绩增速有望显著加速，市场值得持续乐观。

宏观层面：相较于 2023 年初，目前市场对美国经济的预期分歧在快速收敛，不衰退、温和衰退已经成为市场的主流预期，当然宏观经济分析复杂性已经远超出行业分析师的能力范畴，我们不妨选择此主流情形为基准假设。伴随近期通胀数据的持续回落，按照 CME 利率期货市场反映出的预期，本轮美联储的加息周期已经接近尾声，但通胀的黏性也意味着联邦基金利率“higher and longer”仍是最可能情形。我们延续此前我们年中策略报告中的判断，短期而言，宏观对科技板块的影响更偏中性，市场演绎的焦点仍在于企业基本面。

表 4：过去 12 个月内 FOMC 对实际 GDP 增长预测变化

	2023	2024	2025	长期
2022 年 9 月预测	1.2%	1.7%	1.8%	1.8%
2022 年 12 月预测	0.5%	1.6%	1.8%	1.8%
2023 年 3 月预测	0.4%	1.2%	1.9%	1.8%
2023 年 6 月预测	1.0%	1.1%	1.8%	1.8%

资料来源：美联储，中信证券研究部

图 8：CME 利率期货反映的美联储联邦基金利率点位的概率分布

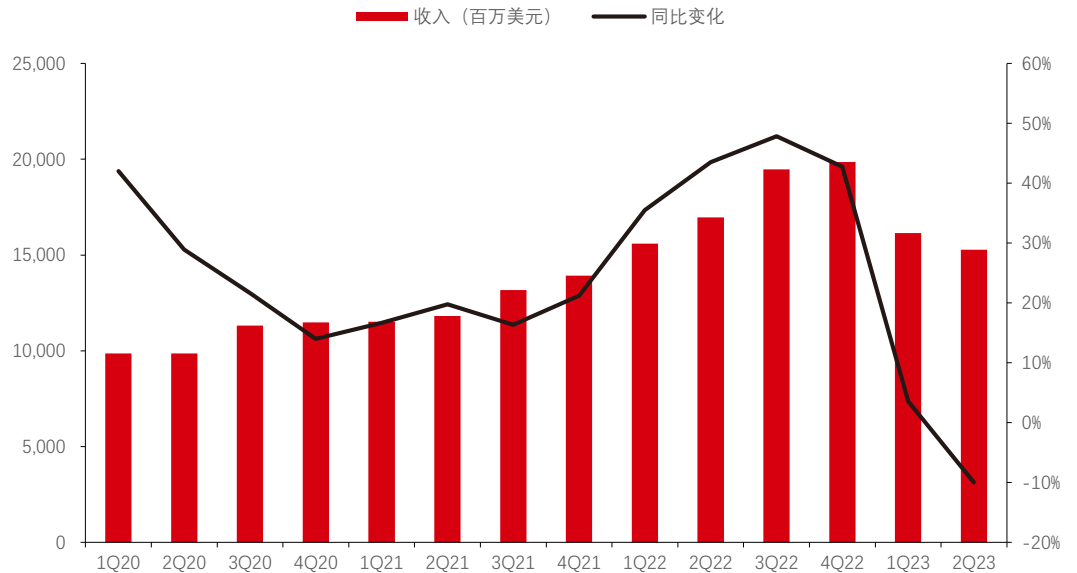
MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	88.5%	11.5%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	64.8%	32.1%	3.1%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	62.3%	29.8%	2.8%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	22.8%	52.2%	21.5%	2.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	11.7%	36.9%	37.5%	12.1%	1.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	9.8%	32.5%	37.4%	16.6%	3.0%	0.2%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.7%	19.8%	34.6%	28.2%	10.6%	1.7%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	3.6%	16.0%	30.8%	29.8%	15.1%	4.0%	0.5%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.2%	2.9%	13.5%	27.9%	30.0%	18.0%	6.2%	1.2%	0.1%	0.0%
2024/11/6	0.1%	2.0%	9.9%	23.0%	29.3%	22.1%	10.2%	2.9%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/12/18	1.3%	7.2%	18.5%	27.1%	24.5%	14.3%	5.4%	1.3%	0.2%	0.0%	0.0%

资料来源：CME FedWatch Tool

科技板块基本面：基于宏观韧性的前置条件，结合我们自己的分析框架，经历了去年下半年以来的持续调整之后，从行业业绩周期的角度，自 Q3 开始，我们认为美股科技板块业绩已经进入逐季上行周期，未来 4~6 个季度，板块业绩有望持续向上，同时 2024 年业绩增速有望较 2023 年显著加速。

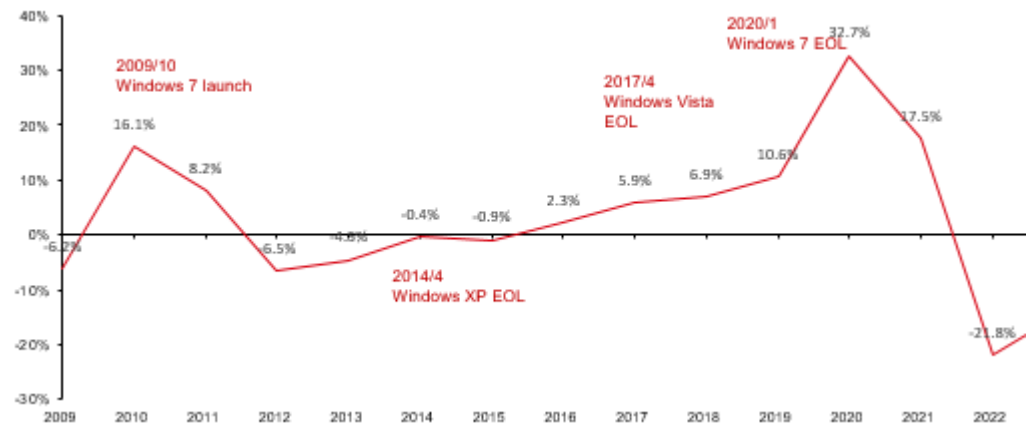
1) **半导体**: 目前全球半导体行业已经跨过库存的高点, 业绩开始进入逐季上行通道, 短期终端渠道侧库存恢复正常水位, PC、智能手机销量逐季向上, 服务器亦有望在 Q4 开始复苏。展望 2024 年, 我们预计欧美云厂商 CAPEX 增速将恢复至双位数以上, 同时 windows 10 在 2025 年的 EOL 将带来全球 2024 年商用 PC 换机潮。

图 9: 台积电季度营收数据 (百万美元)



资料来源: 彭博, 中信证券研究部

图 10: 全球 PC 销量同比增速

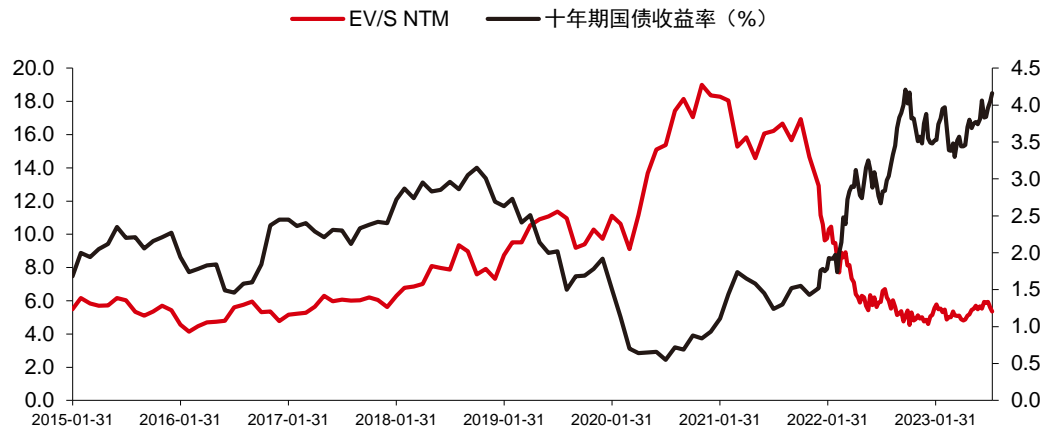


资料来源: IDC, 中信证券研究部

2) **云计算、软件**: 云计算领域, 目前 AWS 营收增速已经在 Q2 触底, 微软 Azure、谷歌 GCP 营收增速亦有望在 Q3~Q4 之间触底。经历了去年以来的大幅调整后, 市场对美股软件板块的业绩预期已经大幅下修, 目前中信证券研究部前瞻组重点覆盖的大部分软件企业, 市场对 2024 年营收增速的一致预期已经低于 2023 年, 同时板块的估值虽然在今年

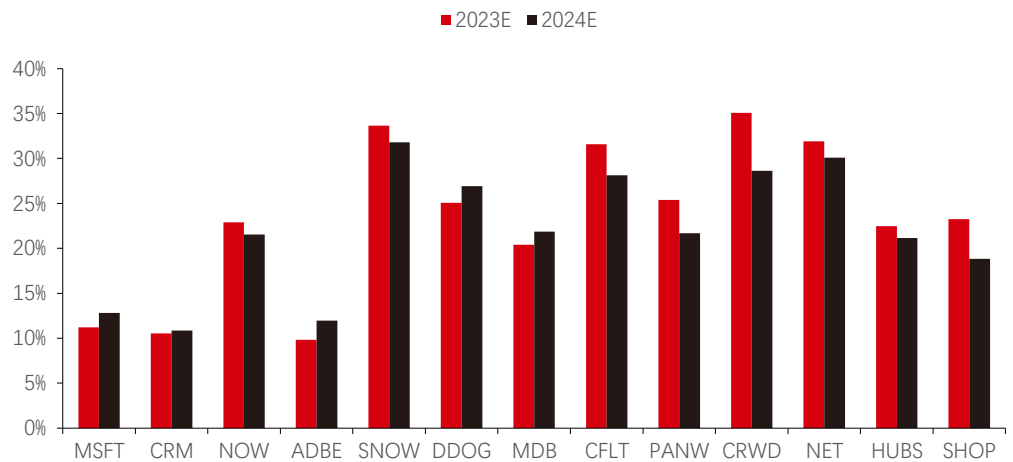
出现一定上行，但仍处于 2016~2018 年之间的水平，整体较为温和。云计算、软件作为典型的顺周期板块，宏观经济预期的改善带来的企业 IT 支出的扩张，亦有望使得板块业绩增速在 2024 年出现显著加速。

图 11：美股软件板块 EV/S(NTM)



资料来源：彭博，中信证券研究部

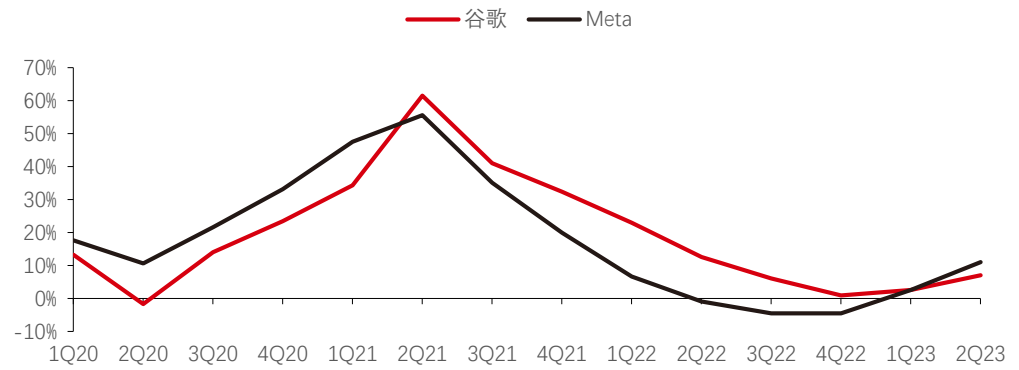
图 12：美股部分软件企业 2023、2024 年营收增速一致预期



资料来源：彭博一致预期，中信证券研究部

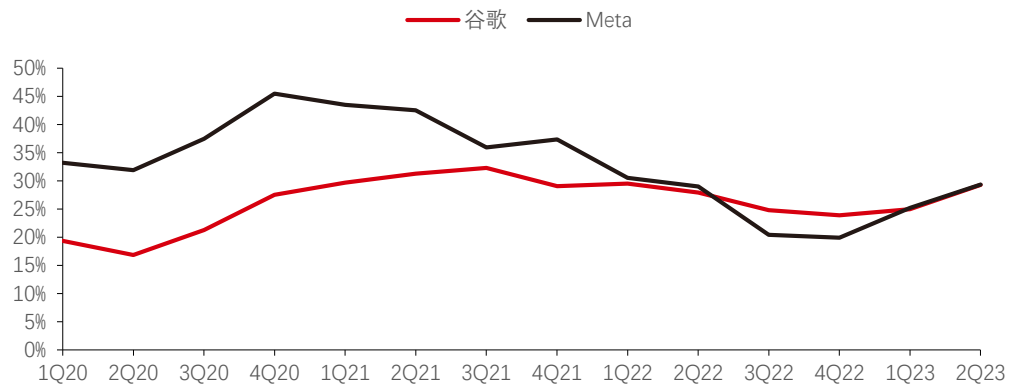
3) **互联网**：经历了疫情后需求自然回落，以及去年以来的调整之后，目前美股互联网巨头业绩增速已经在 Q1 企稳回升，同时利润增速优于收入增速。中期维度，美股互联网巨头以电商、广告为主的商业模式，将持续受益于宏观经济预期的改善，以及通胀数据的持续回落，叠加生成式 AI 等技术融入带来的生产效率的持续提升，我们预计美股互联网巨头业绩将持续向上。

图 13: 谷歌、Meta 收入增速



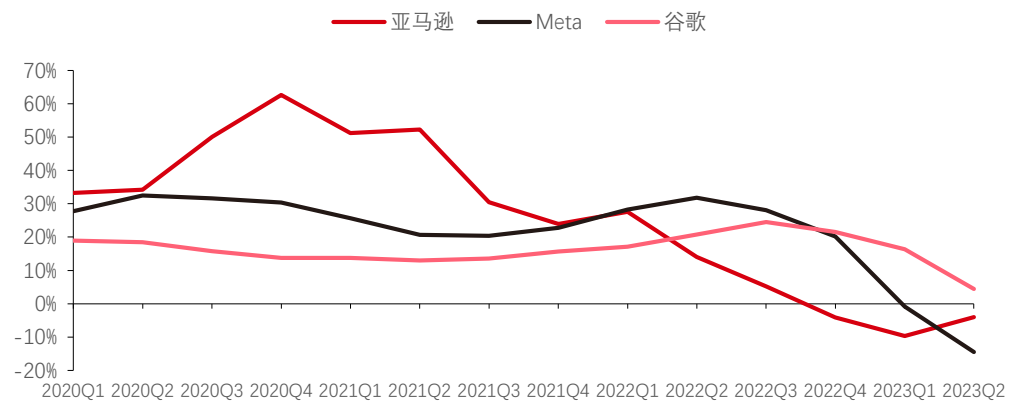
资料来源: 彭博, 中信证券研究部

图 14: 谷歌、Meta 运营利润率



资料来源: 彭博, 中信证券研究部

图 15: 谷歌、Meta、亚马逊员工数同比变化



资料来源: 彭博, 中信证券研究部

■ 后续重点关注变量

展望下半年，除宏观层面的因素之外，科技板块仍有诸多的事件&事项需要紧密跟踪和关注，我们将其主要分为如下几类：重点公司财报及展望、AI 产业进展（含算法、应用场景、商业化等）、科技产业政策&监管环境等：

- **公司财报**：目前美股主要科技公司二季报已经披露完毕，但进入 8 月下旬，部分重点半导体、软件企业财报仍非常重要，需要重点关注 AI 算力&货币化、企业 IT 支出等层面的表述和趋势性变化。

表 5：美股部分企业财报日历及关注要点

公司	财报时间	重点关注事项
Palo Alto	8 月 22 日	企业 IT 支出
英伟达	8 月 23 日	AI 算力
Snowflake	8 月 24 日	企业 IT 支出
博通	8 月 25 日	AI 算力
Salesforce	9 月 1 日	企业 IT 支出、AI 货币化进展

资料来源：彭博，中信证券研究部

- **AI 进展**：下半年，我们需要重点关注谷歌（多模态模型发布）、高通（混合式 AI 芯片）、特斯拉（自动驾驶、机器人进展）、AMD（AI 芯片竞争格局）、微软（copilot 商业化效果）等 AI 相关重点事项。

表 6：美股 AI 领域 2023H2 部分重点事件列表

公司	时间	主要事项	关键词
谷歌	8 月底	Cloud Next 会议	AI 算法模型
高通	10 月底	Snapdragon 系列芯片发布会	混合式 AI
特斯拉	10 月份	AI DAY	自动驾驶、机器人
AMD	10 月份	MI300 产品首批客户导入	AI 芯片
微软	2023Q4	Microsoft 365 Copilot	AI 货币化

资料来源：彭博、各公司公告，中信证券研究部

- **政策监管**：9 月的谷歌搜索反垄断诉讼审理，以及下半年欧美在 AI 领域可能的监管细则调整&落地等，都将是我们需要关注的内容。

尾部风险：宏观经济韧性、AI 产业浪潮构成了今年美股科技股大幅向上的主要支撑，进入下半年，相关的尾部风险亦需要时刻关注：1) 通胀抬头风险，目前市场对美国经济的乐观程度已经较年初大幅上升，同时通胀似乎正在研究既定的轨迹不断向下，但我们亦需要时刻关注原油、粮食等价格波动带来的通胀再次抬头风险；2) AI 进展风险，市场将 AI 视为科技领域的 iPhone 时刻，但任何产业的发展并非一帆风顺，AI 亦不例外，短期应用场景落地缓慢、2B 商业化进展的不及预期、AI 芯片供给瓶颈消除后订单的自然回落等都可能带来市场短期的巨幅波动。

■ 风险因素

通胀数据再次抬头风险；美国经济陷入衰退风险；美债市场流动性风险；地缘政治冲突导致欧洲经济全面走弱风险；针对科技巨头的政策监管持续收紧风险；AI 领域进展不及预期风险；宏观经济波动导致欧美企业 IT 支出不及预期风险；全球半导体库存出清速度低于预期风险等。

■ 投资策略

前期过快上涨带来较高市场预期计入、软件&半导体板块相对平淡的二季报等，叠加国债收益率上行，共同导致了近期美股科技板块的疲软表现。短期维度，企业 IT 支出自底部缓慢复苏、消费电子等半导体下游需求偏弱、AI 在 2B 市场循序渐进导入等，均使得美股软件&云计算、半导体&硬件板块业绩短期更多呈现 U 形复苏，而非 V 形反转，市场再次上行需要等待更多业绩层面加速的证据，但下探空间亦大概率有限，互联网板块是短期理想的配置选项。中期维度，基于欧美宏观经济具备韧性的基准假设，我们判断，自 Q3 开始，美股科技板块业绩已经进入逐季上行周期，未来 4~6 个季度，板块业绩有望持续向上，同时 2024 年业绩增速有望较 2023 年显著加速，支撑对市场的持续乐观看法。板块层面，我们的偏好顺序依次为：互联网、云计算&软件 SaaS、半导体&硬件，个股层面，我们建议关注：亚马逊、微软、英伟达、台积电、Salesforce 等。

表 7：重点公司估值列表

公司	代码	市值（亿美元）	行业板块	估值方式	估值（自然年）			
					2022A	2023E	2024E	2025E
亚马逊	AMZN	14204	互联网	EV/EBITDA	NA	14.2	12.0	9.8
Meta	META	7770	互联网	PE	33.5	22.2	18.0	15.6
微软	MSFT	23913	软件 SaaS	P/FCF	37.3	40.4	40.0	34.9
英伟达	NVDA	10853	半导体	PE	129.7	55.5	38.8	33.1
台积电	TSM	4755	半导体	PE	14.0	18.9	15.2	12.4
Salesforce	CRM	2034	软件 SaaS	P/FCF	33.0	27.8	21.3	18.3
PaloAlto	PANW	660	软件 SaaS	P/FCF	38.3	27.6	23.6	21.3
Snowflake	SNOW	492	软件 SaaS	PS	23.8	17.8	13.6	10.4
CrowdStrike	CRWD	355	软件 SaaS	P/FCF	50.7	41.1	30.9	24.6
Datadog	DDOG	288	软件 SaaS	PS	17.2	14.0	11.3	8.7
Mongodb	MDB	259	软件 SaaS	PS	20.2	16.7	13.8	10.6
Confluent	CFLT	100	软件 SaaS	PS	17.1	13.1	10.2	8.0
ServiceNow	NOW	1142	软件 SaaS	P/FCF	52.5	43.4	35.2	29.4
Adobe	ADBE	2364	软件 SaaS	P/FCF	33.0	30.6	27.2	25.7
AMD	AMD	1799	半导体	PE	32.7	40.2	26.9	21.1
特斯拉	TSLA	7394	硬件	PE	52.3	62.8	45.7	33.9
苹果	AAPL	27743	硬件	PE	27.8	29.0	27.4	25.3
Arista	ANET	556	硬件	PE	38.4	28.5	25.8	22.8

高通	QCOM	1246	半导体	PE	8.7	13.4	12.3	11.5
美光	MU	716	半导体	PB	1.4	1.6	1.7	1.5
谷歌	GOOGL	16364	互联网	PE	27.3	22.8	19.5	17.0

资料来源：Wind、路透（含一致预期），中信证券研究部

注：股价为 2023 年 8 月 15 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。