



大选对科技的影响：特朗普与哈里斯的不同路径

2024年11月5日

概览【10.25-最新】

- **股指动态：**美股及港股科技、A股计算机均下跌，中概股科技小幅上涨。标普500指数-1.37%，纳斯达克综合指数-1.50%，费城半导体指数-4.06%；TAMAMA科技指数-1.99%；纳斯达克中国金龙指数+0.35%；恒生科技指数-1.19%；计算机-1.39%。
- **个股表现：**谷歌、亚马逊上涨，其余科技巨头大部分下跌。据统计，相比10月25日收盘价，11月1日盘后，苹果合计-3.67%，英伟达-4.34%，特斯拉-7.51%，谷歌+3.64%，亚马逊+5.38%，META-1.06%，微软-4.15%，ARM-1.58%，英特尔+2.29%，高通-2.94%，AMD-9.20%。
- **10年期国债及汇率：**11月1日，美国10年期国债利率为4.37%，相较10月25日累计上升12bps；11月1日，美元兑人民币中间价报7.11；较10月25日价累计调贬45个基点。
- **美国大选：**预计北京时间11月6日将基本敲定美国大选结果，两党当选结果将对科技产业未来发展产生不同作用力。
- **核心观点：**

随着2024年美国大选的临近，全球科技产业密切关注特朗普和哈里斯这两位候选人可能带来的政策变化，通过两党过往执政方针，我们简要总结特朗普和哈里斯的不同政策立场和执政风格，并推测对科技产业可能产生的不同影响：1、对本土科技企业：特朗普政府倾向于减少对科技巨头的监管，支持自由市场政策，鼓励企业竞争，可能减轻科技巨头面临的反垄断压力，并可能继续推行减税政策，利好本土科技巨头企业；哈里斯可能会延续拜登政府对大型科技公司的反垄断调查和监管，限制科技巨头的市场力量，保护创新和竞争，并有可能推动企业增税计划，增加科技巨头的税负，影响其盈利能力；2、科技合作：特朗普政府可能会限制中国企业获取美国技术和知识产权；哈里斯政府则可能推动在科技领域的国际合作，但同时关键技术领域与中国竞争。两党均致力于保持美国在半导体、创新药、新型材料等高端科技领域的领先地位；3、贸易政策：特朗普政府更倾向于单边主义和贸易保护主义，可能会继续对中国科技产业施加关税和出口限制，影响中国科技产品的出口和全球供应链；哈里斯政府则可能延续拜登政府的多边主义政策，通过与盟友合作来应对中国科技产业的崛起，关税立场可能相对温和；4、政策连续性：特朗普政府的政策往往具有不可预测性，这可能会增加全球市场的不确定性，影响科技产业的长期投资和规划；哈里斯若当选可能会相对维持政策的连续性和稳定性。

- **风险提示：**技术迭代不及预期风险；科技巨头竞争加剧风险；法律监管风险；供应链风险；下游需求不及预期风险。

计算机行业

推荐 维持评级

分析师

吴砚靖

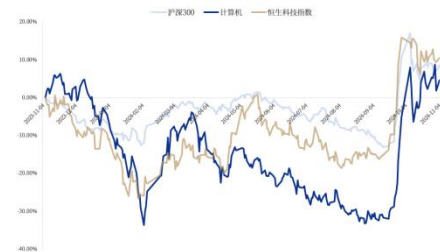
☎: 010-66568589

✉: wuyanjing@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519070001

国内表现

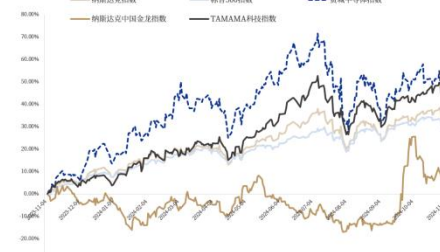
2024-11-04



资料来源：中国银河证券研究院

全球行情

2024-11-04



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河计算机】全球科技动态追踪_降息改善流动性，重视港股科技投资机会

【银河计算机】全球科技动态追踪_英伟达业绩指引未及预期，收入增速放缓

【银河计算机】全球科技动态追踪_Meta发布Sapiens视觉模型，落地场景广阔

目录

Catalog

一、全球市场表现.....	3
(一) 股市动态.....	3
(二) 债市及汇率情况.....	3
(三) 重点科技股表现.....	3
(四) 美国大选对科技股的影响.....	4
二、行业要闻.....	5
(一) 算力及终端.....	5
(二) 大模型及云应用.....	7
三、个股财报点评.....	8
(一) Meta 营收略好于预期, AI 投入预计持续增加.....	8
(二) 微软云服务表现强劲, 下季度展望疲软.....	9
(三) Apple Intelligence 带动销量, 服务板块成主要增长动力.....	10
(四) 亚马逊云收入增速提速, 资本支出大幅增长 81%.....	11
四、风险提示.....	12

一、全球市场表现

(一) 股市动态

美股及港股科技、A股计算机均下跌，中概股科技小幅上涨。标普500指数-1.37%，纳斯达克综合指数-1.50%，费城半导体指数-4.06%；TAMAMA科技指数-1.99%；纳斯达克中国金龙指数+0.35%；恒生科技指数-1.19%；计算机-1.39%。

表1: 主要股指周变动

指数代码	指数简称	涨跌幅%					市盈率 PE (TTM)
		[10.25-11.01]周	[10.18-10.25]周	九月	本年度	2023	
SPX.GI	标普500指数	-1.37	-0.96	0.13	19.77	24.23	28.29
IXIC.GI	纳斯达克指数	-1.50	0.16	0.47	21.11	43.42	44.43
SOX.GI	费城半导体指数	-4.06	0.08	0.55	19.12	64.90	56.95
8884057.WI	TAMAMA科技指数	-1.99	1.62	0.42	34.10	67.81	35.92
HXC.GI	纳斯达克中国金龙指数	0.35	-0.52	1.20	8.46	-3.39	26.18
HSTECH.HI	恒生科技指数	-1.19	-1.37	0.73	20.40	-8.83	25.04
CI005027.WI	计算机	-1.39	-0.78	-3.84	7.43	8.90	107.93

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

(二) 债市及汇率情况

11月1日，美国10年期国债利率为4.37%，相较10月25日累计上升12bps；11月1日，美元兑人民币中间价报7.11；较10月25日价累计调贬45个基点。

图1: 美债收益率 (10年期)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图2: 美元兑人民币汇率 (中间价)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

(三) 重点科技股表现

谷歌、亚马逊上涨，其余科技巨头大部分下跌。据统计，相比10月25日收盘价，11月1日盘

后, 苹果合计-3.67%, 英伟达-4.34%, 特斯拉-7.51%, 谷歌+3.64%, 亚马逊+5.38%, META-1.06%, 微软-4.15%, ARM-1.58%, 英特尔+2.29%, 高通-2.94%, AMD-9.20%。

表2: 重点公司周数据

所属板块	地区	证券代码	公司名称	股价(美元/港元/新台币)		区间涨跌幅 (%)	总市值(亿美元/亿港元/亿新台币)	市销率 PS(TTM)	市盈率 PE(TTM)	PE(2022)	PE(2023)	PE(2024E)
				[2024-10-25]	[2024-11-01]							
算力及终端	美股	AAPL.O	苹果(Apple)	231.41	222.91	-3.67	33,694.68	8.62	35.95	20.71	30.87	33.02
		NVDA.O	英伟达(NVIDIA)	141.54	135.40	-4.34	33,213.62	34.49	62.66	36.86	280.04	0.00
		TSLA.O	特斯拉(TESLA)	269.19	248.98	-7.51	7,992.41	8.23	62.92	30.98	52.67	104.23
		HPQ.N	惠普(HP)	36.88	36.28	-1.63	349.64	0.66	12.30	8.24	9.14	0.00
		CSCO.O	思科(CISCO)	55.74	55.50	-0.43	2,212.24	4.11	21.44	16.57	16.28	0.00
		ASML.O	阿斯麦	711.70	674.73	-4.97	2,662.41	9.20	34.84	36.70	34.34	32.98
		AMD.O	超威半导体(AMD)	156.23	141.86	-9.20	2,302.11	9.48	126.07	79.12	278.85	84.67
		INTC.O	英特尔(INTEL)	22.68	23.20	2.29	1,000.62	1.84	-6.27	13.61	125.43	-2850.63
		QCOM.O	高通(QUALCOMM)	170.27	165.27	-2.94	1,841.11	4.93	21.13	9.51	22.36	18.69
		ARM.O	ARM	143.75	141.48	-1.58	1,482.71	42.40	349.70	0.00	147.03	0.00
		ON.O	安森美半导体(ON SEMICONDUCTOR)	71.25	70.99	-0.36	302.27	4.10	17.22	14.18	16.47	15.98
		港股	0909.HK	明源云	2.53	2.75	8.70	53.87	3.05	-13.02	-10.65	-8.66
9698.HK	万国数据-SW		20.55	20.90	1.70	318.61	2.76	-6.90	-21.99	-2.92	-28.54	
1686.HK	新意向集团		3.93	3.93	0.00	91.92	3.43	10.13	11.66	7.98	17.59	
台股	2330.TW	台积电	1,065.00	1,025.00	-3.76	319,650.29	10.03	25.30	11.71	18.05	23.75	
	2454.TW	联发科	1,315.00	1,290.00	-1.90	20,734.62	4.17	20.45	8.46	21.09	0.00	
互联网	美股	GOOGL.O	谷歌(ALPHABET)-A	165.27	171.29	3.64	21,042.87	6.17	22.24	19.04	23.69	21.90
		AMZN.O	亚马逊(AMAZON)	187.83	197.93	5.38	20,812.36	3.36	41.73	-314.82	51.61	41.28
		META.O	脸书(META PLATFORMS)	573.25	567.16	-1.06	14,317.89	9.16	25.78	13.75	23.27	25.71
		NFLX.O	奈飞(NETFLIX)	754.68	756.10	0.19	3,232.01	8.60	41.54	29.21	39.40	38.60
		PDD.O	拼多多	122.47	120.56	-1.56	1,674.30	3.49	12.07	22.77	22.94	10.29
		NTES.O	网易	79.74	79.12	-0.78	510.47	3.39	12.57	16.34	14.46	11.92
		BIDU.O	百度	89.79	90.02	0.26	318.79	1.67	11.13	36.42	14.52	11.14
		TCOM.O	携程网	61.85	65.19	5.40	437.14	6.52	22.59	116.72	17.58	22.13
		BABA.N	阿里巴巴	97.42	97.58	0.16	2,340.70	1.75	23.90	23.78	18.64	0.00
		9988.HK	阿里巴巴-SW	95.35	95.00	-0.37	18,197.36	1.75	23.84	23.80	18.53	0.00
		0700.HK	腾讯控股	421.00	419.20	-0.43	38,900.16	5.63	23.25	15.17	21.90	19.93
		80700.HK	腾讯控股-R	386.60	384.60	-0.52	35,593.65	5.66	23.37	0.00	21.86	19.90
		9999.HK	网易-S	123.90	123.60	-0.24	3,968.53	3.39	12.57	16.52	13.96	12.07
		9888.HK	百度集团-SW	87.05	88.35	1.49	2,478.41	1.68	11.19	36.49	14.48	11.18
		89888.HK	百度集团-SWR	80.10	80.90	1.00	2,267.75	1.68	11.23	0.00	14.50	11.14
		1024.HK	快手-W	45.90	46.40	1.09	2,001.24	1.51	13.15	-19.96	32.60	12.78
		81024.HK	快手-WR	42.05	42.50	1.07	1,831.14	1.52	13.20	0.00	32.58	12.76
		9626.HK	哔哩哔哩-W	159.00	171.10	7.61	720.78	2.75	-16.42	-8.90	-7.41	-45.48
2518.HK	汽车之家-S	55.45	54.30	-2.07	276.60	3.46	13.39	14.79	12.86	13.65		
9898.HK	微博-SW	72.95	70.80	-2.95	172.27	1.27	6.85	52.13	7.52	7.20		
软件及应用	美股	MSFT.O	微软(MICROSOFT)	428.15	410.37	-4.15	30,510.52	12.00	33.71	24.58	38.62	0.00
		SNOW.N	SNOWFLAKE	116.04	115.49	-0.47	387.12	12.07	-38.05	-67.89	-82.25	0.00
		ORCL.N	甲骨文(ORACLE)	173.52	170.02	-2.02	4,711.36	8.75	42.92	32.81	34.08	0.00
		CRM.N	赛富时(SALESFORCE)	290.46	294.72	1.47	2,855.84	7.83	50.71	91.82	1224.61	0.00
		ADBE.O	奥多比(ADOBE)	483.72	482.80	-0.19	2,125.29	10.15	39.65	32.69	50.01	38.05
		INTU.O	财捷(INTUIT)	609.27	621.74	2.05	1,742.69	10.70	58.81	52.92	73.39	0.00
		SNPS.O	新思科技(SYNOPSYS)	501.58	518.40	3.35	796.33	12.28	53.14	49.43	63.63	54.47
		CDNS.O	铿腾电子(CADENCE)	257.30	282.09	9.63	773.67	17.77	74.45	51.91	71.17	0.00
		ADSK.O	欧特克(AUTODESK)	286.04	286.57	0.19	616.13	10.61	58.29	81.13	63.29	0.00
		U.N	Unity	19.72	20.83	5.63	82.67	4.01	-10.42	-9.34	-18.90	-11.84
		0020.HK	商汤-W	1.60	1.52	-5.00	534.16	13.13	-8.44	-10.98	-5.46	-12.40
		80020.HK	商汤-WR	1.47	1.40	-4.76	488.76	13.25	-8.52	0.00	-5.46	-12.48
		3888.HK	金山软件	27.45	26.85	-2.19	358.74	3.64	35.91	-5.25	61.69	25.64
		0268.HK	金蝶国际	8.16	8.05	-1.35	288.66	4.34	-182.69	-133.49	-178.41	-450.57
		9878.HK	汇通达网络	19.42	19.20	-1.13	108.01	0.14	30.03	70.68	34.57	21.80
		3650.HK	KEEP	6.35	6.27	-1.26	32.96	1.38	-11.91	0.00	6.00	-10.08
		0354.HK	中国软件国际	5.80	5.63	-2.93	153.82	0.84	21.66	24.18	22.39	20.22
		1357.HK	美图公司	2.44	2.65	8.61	120.18	3.61	24.15	57.75	38.62	19.70
3896.HK	金山云	1.42	1.50	5.63	57.08	0.74	-2.92	-2.69	-3.18	-4.35		
2013.HK	微盟集团	1.58	1.59	0.63	51.13	2.36	-5.21	-8.29	-9.62	-18.13		
1675.HK	亚信科技	5.30	5.07	-4.34	47.42	0.57	16.79	13.73	13.69	7.41		
2121.HK	创新奇智	4.43	4.80	8.35	27.12	1.77	-4.25	-31.65	-8.15	-7.30		
2400.HK	心动公司	21.80	20.80	-4.59	102.04	2.41	292.23	-16.75	-53.48	14.91		
0777.HK	网龙	10.36	10.24	-1.16	54.40	0.73	11.03	9.71	10.84	6.69		

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

(四) 美国大选对科技股的影响

随着 2024 年美国大选的临近, 全球科技产业密切关注特朗普和哈里斯这两位候选人可能带来的政策变化, 通过两党过往执政方针, 我们简要总结特朗普和哈里斯的不同政策立场和执政风格, 并推测对科技产业可能产生的不同影响: 1、对本土科技企业: 特朗普政府倾向于减少对科技巨头的监管, 支持自由市场政策, 鼓励企业竞争, 可能减轻科技巨头面临的反垄断压力, 并可能继续推行减

税政策，利好本土科技巨头企业；哈里斯可能会延续拜登政府对大型科技公司的反垄断调查和监管，限制科技巨头的市场力量，保护创新和竞争，并有可能推动企业增税计划，增加科技巨头的税负，影响其盈利能力；2、科技合作：特朗普政府可能会限制中国企业获取美国技术和知识产权；哈里斯政府则可能推动在科技领域的国际合作，但同时在关键技术领域与中国竞争。两党均致力于保持美国在半导体、创新药、新型材料等高端科技领域的领先地位；3、贸易政策：特朗普政府更倾向于单边主义和贸易保护主义，可能会继续对中国科技产业施加关税和出口限制，影响中国科技产品的出口和全球供应链；哈里斯政府则可能延续拜登政府的多边主义政策，通过与盟友合作来应对中国科技产业的崛起，关税立场可能相对较温和；4、政策连续性：特朗普政府的政策往往具有不可预测性，这可能会增加全球市场的不确定性，影响科技产业的长期投资和规划；哈里斯若当选可能会相对维持政策的连续性和稳定性。

对比美国民主党和共和党对科技的不同态度，梳理如下表：

表3：美国两党政策导向对比

	特朗普	哈里斯
科研预算和支持方向	主张缩减联邦政府规模，可能减少研究预算，增加投入人工智能等前沿领域	支持增加基础研究、环保、医学研究投入，预算紧张可能限制计划
对华政策和科技竞争	对中国限制研究，合作概率较小	希望在中美关系中找到中间立场，继续科学互动
人工智能和科技监管	支持基于言论自由和人类繁荣的AI发展，废除拜登AI行政命令，保持对中国技术优势	主张建立平衡监管框架，解决偏见、隐私问题，确保技术普惠
反垄断和科技巨头监管	延续自由市场政策，鼓励企业竞争，促进经济发展	阻止大型科技公司过度扩张，支持创企生存空间
税收政策	寻求企业减税永久化	扩大中低收入家庭税收减免
中美贸易和科技脱钩	预计继续施压中国市场准入，加强出口管制和加征关税	延续“小院高墙”政策，在战略领域加强技术封锁和切割
吸纳外国科研人才	学界担心会重拾限制移民政策	需要找到方法维持美国移民人才水准，同时不在移民政策上过于妥协

资料来源：美国驻华大使馆网站、北语国别和区域研究院等，中国银河证券研究院

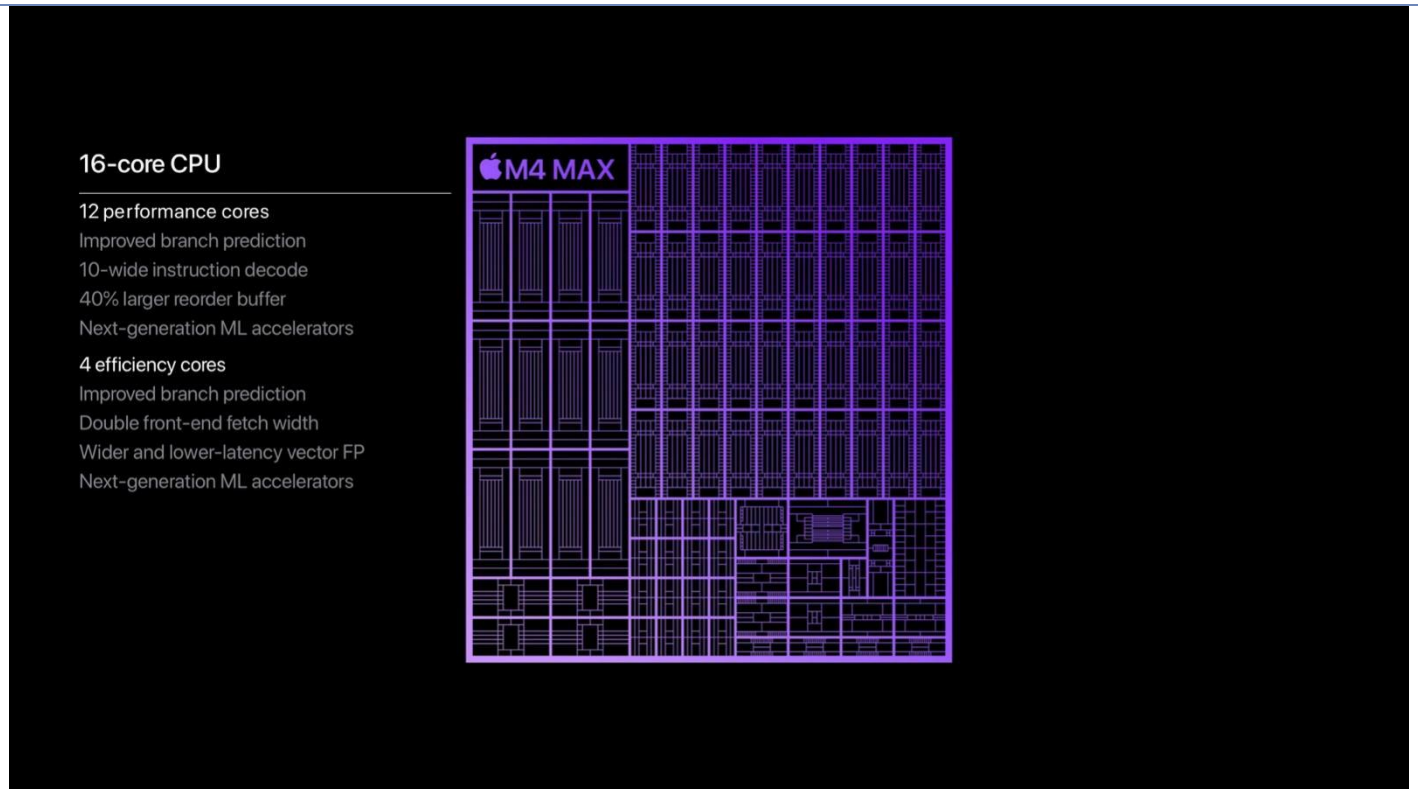
二、行业要闻

(一) 算力及终端

【苹果发布 M4 系列芯片，续航达到新高】

苹果公司最新发布的 M4 Max 处理器在续航方面表现出色。这款处理器采用业界领先的第二代 3 纳米制程工艺，配置 16 核 CPU 和 40 核 GPU，支持高达 128GB 的统一内存，内存带宽达到 546GB/s。M4 Max 处理器不仅在处理速度和内存带宽方面展示出强大的实力，而且在电池续航方面也创下 Mac 产品的最长续航记录，可达到 24 小时。这一续航表现得益于 M4 系列芯片的能效优化，使得全新 MacBook Pro 系列产品在减少充电次数和降低产品生命周期内能源消耗方面迈出重要一步。

图3: M4 MAX 芯片的核心情况



资料来源: APPLE 官网, 中国银河证券研究院

【特斯拉新款 Model Y Plaid 曝光: 南卡罗来纳州现身, 续航能力与性能显著提升】

近日, 特斯拉新款 Model Y Plaid 在美国南卡罗来纳州意外亮相, 车型未进行任何伪装, 直接在公共道路上行驶, 引起广泛关注。这款新车在设计上最引人注目的变化是采用贯穿式尾灯组, 这是 Model Y 车系中的首次设计。尾灯造型依旧保持 C 型, 但细节上更加丰富, 点亮后呈现出更具层次感的效果。

新款 Model Y 的前脸设计更加饱满, 大灯组采用分体式设计, 主灯位于下方, 并有望配备贯穿式 LED 日行灯。车辆侧面继续采用轿跑风格设计, 配备动感的黑色双五辐轮毂。内部座椅疑似换成新款 Model 3 同款运动风格。尾部新增一个造型夸张的后扰流板和 Plaid 车型专属尾标, 表明该车将推出高性能版本。

在动力方面, 新款 Model Y 预计将延续现款车型的配置, 后轮驱动版最大功率 220 千瓦, 0-100km/h 加速时间为 5.9 秒; 长续航全轮驱动版最大功率 331 千瓦, 0-100km/h 加速时间为 5 秒; 高性能版最大功率 357 千瓦, 峰值扭矩 659 牛·米, 0-100km/h 加速时间为 3.7 秒。此外, 新款 Model Y 还可能装备 95kWh 的大电池包应用于长续航版和性能版, 预计其续航里程将会超过 800 公里。

值得一提的是, 在这个版本中, Model Y Plaid 增加更多的科技配置, 例如智能照明系统、高清屏幕、智能座舱等。同时, 在外观设计上也有所改进, 更加注重空气动力学性能。内饰方面也进行调整, 以提升驾驶者的体验感和舒适度。

【AMD RDNA 4 GPU 系列官宣: 2025 年初亮相, 光线追踪与 AI 性能飞跃提升】

在 AMD 2024 年第三季度的财报电话会议上, CEO 苏姿丰正式宣布, AMD 正准备过渡到基于 RDNA 4 图形架构的下一代 Radeon GPU 系列, 并计划在 2025 年初推出。这一新一代 Radeon 显卡将带来两大主要升级: 更快的光线追踪性能和新的 AI 功能, 预示着 AMD 在图形处理领域的重大进步。RDNA 4 架构的引入, 是继 RDNA 3 之后 AMD 在 GPU 领域的又一次重要创新。与前代相比, RDNA 4 预计将提供显著更高的光线追踪性能, 这对于提升游戏和专业图形应用的视觉效果至关重要。

要。同时，新架构增加的 AI 功能将为用户带来更智能的图形处理体验，包括但不限于图像超分辨率、AI 驱动的图像质量增强等。

据悉，新卡有望被命名为 Radeon RX 8000 系列，但 AMD 尚未最终确定这一命名。RDNA 4 系列计划中包括两款芯片，分别是 Navi 48 和 Navi 44 核心，每个核心可能会提供两款型号，满足不同市场和性能需求。

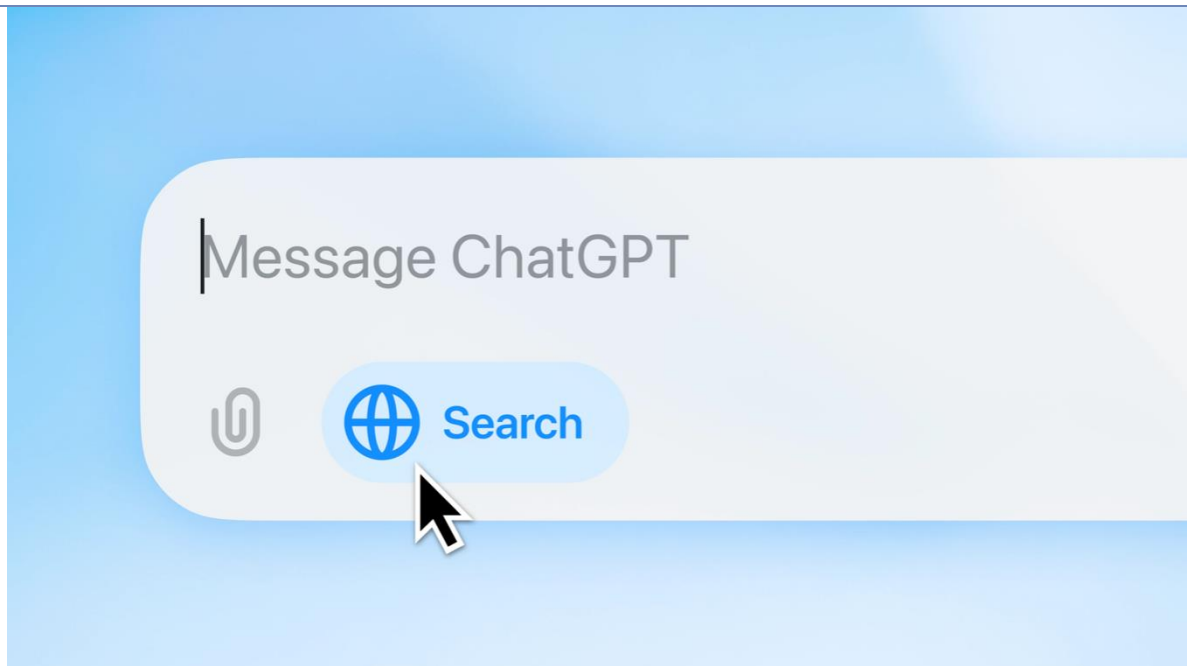
（二）大模型及云应用

【OpenAI 在 ChatGPT 中推出全新搜索功能，挑战谷歌搜索引擎地位】

OpenAI 于 10 月 31 日正式宣布在 ChatGPT 中增添全新的搜索功能，这一创新举措标志着其正式进入搜索领域，与谷歌等搜索引擎巨头展开竞争。ChatGPT 的搜索功能基于 GPT-4o 模型构建，目前该功能已向 ChatGPT Plus 和 Team 用户开放，并计划在未来几个月内逐步向所有免费用户推出。搜索功能利用第三方搜索供应商的技术，并整合合作伙伴直接提供的内容，满足用户对天气、股票、体育、新闻和地图等最新信息的需求。OpenAI 表示，将继续改进 AI 搜索，特别是在购物和旅行等领域，并利用 OpenAI o1 系列模型的推理能力进行更深入的研究。

ChatGPT 搜索功能的引入，使用户可以更自然、对话的方式提出问题，并获取及时、有用的结果。同时，ChatGPT 搜索功能将提供来源链接，使用户能够访问更多信息，这一特点在新闻、数据提供商的合作中尤为重要。OpenAI 与多家新闻出版商建立合作关系，包括新闻集团、美联社等，确保搜索结果的权威性和及时性。

图4: ChatGPT 的搜索功能



资料来源: OpenAI 官网, 中国银河证券研究院

【亚马逊新款 Alexa AI 智能助理发布延期，面临技术挑战】

亚马逊宣布，新款 Alexa AI 智能助理，即所谓的“大模型加成”版本，其正式发布已推迟至 2025 年。这款新版 Alexa 原本计划在近期推出，但由于在测试中遇到一系列问题，包括反应缓慢、语音表达僵硬、功能不足，以及对 Echo 音箱原有智能家居控制能力的干扰，亚马逊决定对其 AI 核心进行重新设计。因此，新版 Alexa 的发布时间表已延后。亚马逊 CEO Andy Jassy 在最近的财报电话会议上提到，下一代 Alexa 助手和生成式 AI 应用将更擅长不仅仅回答用户的问题，还能执行任务，这表明亚马逊希望在 AI 助手的实用性上脱颖而出。

【Waymo 利用谷歌 Gemini 大语言模型开发 EMMA，推动自动驾驶技术革新】

在自动驾驶技术领域，Waymo 的最新动态备受瞩目。该公司于 10 月 31 日宣布，正在利用谷歌的多模态大语言模型 (MLLM) “Gemini” 开发一种名为 EMMA (End-to-End Multimodal Model for Autonomous Driving) 的全新训练模型。这一新模型的核心能力在于处理传感器数据，并生成自动驾驶车辆的未来轨迹，从而帮助无人驾驶车辆做出更精准的行驶决策。

EMMA 模型的引入，标志着自动驾驶领域首次将大型语言模型应用于实际业务，预示着 MLLM 的应用范围可能将从聊天机器人、电子邮件组织者和图像生成器扩展到自动驾驶领域。这一进展不仅展示 Waymo 在自动驾驶技术上的最新进展，也体现其与谷歌 DeepMind 合作的战略优势。EMMA 模型在帮助机器人出租车应对复杂环境方面表现出色。例如，在遇到各种动物或道路施工时，EMMA 能够帮助无人驾驶汽车找到合适的行驶路线。这一能力的提升，得益于 Gemini 模型的“世界知识”和卓越的推理能力，能够解决传统自动驾驶系统中模块间误差积累和通信有限的问题。尽管 EMMA 模型展现出巨大潜力，但 Waymo 也承认其存在局限性。目前，EMMA 还无法整合来自激光雷达或雷达的 3D 传感器输入，原因是计算开销太高，并且一次只能处理少量图像帧。此外，像 Gemini 这样的 MLLM 存在“幻觉”的风险，无人驾驶汽车的容错率非常有限，因此在这些模型能够大规模部署之前，还需要进行更多研究。

三、个股财报点评

(一) Meta 营收略好于预期，AI 投入预计持续增加

Meta 披露截至 2024 年 9 月 30 日的 FY2024Q3 业绩报告，营收略好于预期，RL 当季仍亏损 44 亿美元。公司单季度实现总营收 405.89 亿美元 (YoY+18.87%)；净利润 156.88 亿美元 (YoY+35.44%)；摊薄每股收益 6.03 美元 (YoY+37.36%)。

细分收入方面，广告收入稳健，应用程序日活用户增速未及预期。Family of Apps (FoA) 收入 403.19 亿美元 (YoY+18.81%)，应用程序日活跃用户数为 32.9 亿，同比增长 5%，增速未及预期。FoA 广告实现营收 398.85 亿美元 (YoY+18.55%)，在广告收入中，在线商务垂直领域增长最大，其次是医疗保健以及娱乐和媒体，广告展示总数增加了 7%，每条广告的平均价格增加了 11%，价格上涨主要为广告商需求增加和广告效果改善所致，尽管部分被低盈利地区和覆盖量增长抵消；其他收入 4.34 亿美元 (YoY+48.12%)，主要得益于 WhatsApp 的企业信息收入增长；Reality Labs (RL) 收入 2.7 亿美元 (YoY+28.57%)，由 Meta Quest 和 Ray-Ban Meta 设备的销售量的净增长推动，RL 当季仍亏损 44 亿美元。

费用方面，研发支出 111.77 亿美元 (YoY+20.95%)，主要受员工人数增加和基础设施成本提高影响；销售费用 28.22 亿美元 (YoY-1.91%)，由于重组成本降低所致；管理费用 18.65 亿美元 (YoY-9.90%)，主要受法律相关费用降低影响。

现金流及资本支出方面，自由现金流为 155 亿美元，资本支出为 92 亿美元，受服务器、数据中心和网络基础设施投资驱动，经营活动现金流量同比增加 21.18%，经营活动现金流增加主要系收入增加，公司资本支出受服务器、数据中心和网络基础投资影响较大，预计第四季度服务器交付后将降低，FY2024 资本开支预计为 380~400 亿美元。公司将显著加大对基础设施的投资，以支持其 AI 研究和产品开发工作，预计 2025 年资本开支将持续增加。

未来展望方面，公司预计 FY2024Q4 营收为 450~480 亿美元，FY2024 资本开支预计为 380~400 亿美元，最低标准比上次预期的 370 亿~400 亿美元略高。

业务规划方面，公司专注于提升应用程序的用户体验，Facebook 和 Instagram 在全球范围的

每日使用量同比都有所增长，并试点更新 Facebook 的视频功能为全屏观看；公司不断开发新型的模型架构，并将模型引入跨平台数据，小型 Llama 4 模型预计 2025 年将准备投入使用；公司在更多国家和语言中提供 Meta AI，引入语音、图片功能，由 Llama 3.2 模型驱动，预计未来会在更多国家中推广。

研发方面，公司正在开发 Llama4 模型，预计初级版本将在 2025 年初投入使用；公司与 Essilorluxottica 合作，共同打造 Meta AI 眼镜，并展示 Orion 全系增强现实眼镜，研发周期约 10 年，偏长期前沿研发，该部分研发变现能力暂时受限。

图5: Meta FY2024Q3 财报 (百万美元)

META PLATFORMS, INC.				
CONDENSED CONSOLIDATED STATEMENTS OF INCOME				
<i>(In millions, except per share amounts)</i>				
<i>(Unaudited)</i>				
	Three Months Ended September 30,		Nine Months Ended September 30,	
	2024	2023	2024	2023
Revenue	\$ 40,589	\$ 34,146	\$ 116,116	\$ 94,791
Costs and expenses:				
Cost of revenue	7,375	6,210	21,322	18,264
Research and development	11,177	9,241	31,693	27,966
Marketing and sales	2,822	2,877	8,107	9,075
General and administrative	1,865	2,070	8,978	9,119
Total costs and expenses	23,239	20,398	70,100	64,424
Income from operations	17,350	13,748	46,016	30,367
Interest and other income, net	472	272	1,095	254
Income before provision for income taxes	17,822	14,020	47,111	30,621
Provision for income taxes	2,134	2,437	5,589	5,540
Net income	\$ 15,688	\$ 11,583	\$ 41,522	\$ 25,081
Earnings per share:				
Basic	\$ 6.20	\$ 4.50	\$ 16.37	\$ 9.73
Diluted	\$ 6.03	\$ 4.39	\$ 15.88	\$ 9.56
Weighted-average shares used to compute earnings per share:				
Basic	2,529	2,576	2,536	2,577
Diluted	2,600	2,641	2,615	2,623

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

(二) 微软云服务表现强劲，下季度展望疲软

微软发布 2024 年 9 月 30 日截止的 FY2025Q1 财报，云服务表现强劲，下季度的业绩预期未及预期，公司向市场传达了云计算收入增速将减缓、利润率下降以及开支增加的预警。FY2025Q1 单财季实现总营收 655.85 亿美元 (YoY+16.04%)，单季收入超出预期 10 亿美元；净利润 246.67 亿美元 (YoY+10.66%)；摊薄每股收益 3.30 美元 (YoY+10.37%)。该财季收益增长主要得益于微软云服务表现强劲，Azure 平台收入增长 33%，推动整体商业订单增长 29%。

细分收入方面，云服务保持高增速，生产力产品增长稳定。生产力和业务板块实现营收 283.17 亿美元 (YoY+12.25%)，高于市场预期的 279 亿美元，其中，Microsoft 365 Commercial 收入增长 13.32%，Microsoft 365 Consumer 收入增长 5.11%，LinkedIn 收入增长 9.68%，Dynamics 产品和云服务收入增长 13.71%；智能云实现营收 240.92 亿美元 (YoY+20.38%)，得益于 Azure 和其他云服务收入增长 33% 的推动；更多个人计算实现营收 131.76 亿美元 (YoY+16.82%)，主要是 Xbox 内容和服务营收增长 61%，其中 53% 归功于去年 10 月收购的动视暴雪，在游戏的推动下业绩高于预期，Windows OEM 和设备营收增长 2%，不包括流量获取成本的搜索和新闻广告收入增长 18%。

费用方面，研发支出 75.44 亿美元 (YoY+13.29%)；销售和市场营销支出 57.17 亿美元 (YoY+10.21%)；行政支出 16.73 亿美元 (YoY+13.50%)。

现金流方面，运营现金流为 342 亿美元，高于去年同期水平，在云服务收款的推动下增长了 12%，部分被供应商、员工和税收支出的增加所抵消。自由现金流为 193 亿美元，同比下降 7%，反映出支持云计算和 AI 产品的资本支出增加。包括融资租赁在内的资本支出为 200 亿美元。

业绩指引方面，公司预计生产力与业务板块增长 10~11%，其中 Microsoft 365 商业云客户增长

有所放缓，预计收入增长将保持稳定，Microsoft 365 商业产品将有略微下降，Microsoft 365 消费者云收入在个位数左右；智能云业务增长 18~20%，其中 Azure 预计增长 31~32%，第二财季放缓，服务器产品收入按照中低个位数水平下降，企业和合作伙伴服务收入按照低个位数水平增长；更多个人计算预计收入在 138.5 亿美元到 142.5 亿美元之间，其中 Windows OEM 收入以个位数水平下滑，搜索和新闻广告收入以 17-19% 左右的速度增长，游戏收入则以高个位数水平下滑。

业务规划方面，本财季微软 Azure 基础设施市场份额显著增长，Azure Arc 客户数超 3.9 万，同比增长超 80%。全球数据中心扩展至 60 多个地区，Cobalt 100 虚拟机性能提升 50%。Azure AI 使用量半年内翻倍，Microsoft Fabric 拥有超 16,000 个付费客户，覆盖超 70% 的财富 500 强企业。GitHub Copilot 企业客户环比增长 55%，Power 平台 AI 功能使用量同比增长 4 倍，近 60 万家组织受益。Microsoft 365 Copilot 使用人数翻倍，近 70% 的财富 500 强企业采用。LinkedIn 视频浏览量同比增长 36%，AI 功能提升销售和招聘效率。必应和 Edge 在搜索市场上占据份额。游戏业务通过 Game Pass 创下收入和用户增长记录，旗下工作室的 IP 如《使命召唤》创下首日玩家记录。

图6：微软 FY2025Q1 财报（百万美元）

Financial Performance Constant Currency Reconciliation				
Three Months Ended September 30,				
(\$ in millions, except per share amounts)	Revenue	Operating Income	Net Income	Diluted Earnings per Share
2023 As Reported (GAAP)	\$56,517	\$26,895	\$22,291	\$2.99
2024 As Reported (GAAP)	\$65,585	\$30,552	\$24,667	\$3.30
Percentage Change Y/Y (GAAP)	16%	14%	11%	10%
Constant Currency Impact	\$(217)	\$(181)	\$78	\$0.01
Percentage Change Y/Y Constant Currency	16%	14%	10%	10%

Segment Revenue Constant Currency Reconciliation			
Three Months Ended September 30,			
(\$ in millions)	Productivity and Business Processes	Intelligent Cloud	More Personal Computing
2023 As Reported (GAAP)	\$25,226	\$20,013	\$11,278
2024 As Reported (GAAP)	\$28,317	\$24,092	\$13,176
Percentage Change Y/Y (GAAP)	12%	20%	17%
Constant Currency Impact	\$(128)	\$(72)	\$(17)
Percentage Change Y/Y Constant Currency	13%	21%	17%

We have recast certain prior period amounts to conform to the way we internally manage and monitor our business.

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

（三）Apple Intelligence 带动销量，服务板块成主要增长动力

苹果披露截至 2024 年 9 月 28 日的 FY2024Q4 业绩报告，Apple Intelligence 带动销量，服务板块成主要增长动力。公司 FY2024Q4 单季度实现总营收 949.3 亿美元（YoY+6.07%）；在本季度，公司因欧洲普通法院关于国家援助裁决的逆转而产生了一笔一次性所得税费用 10.2 亿美元，致使摊薄每股收益为 0.97 美元（YoY-33.56%），受此影响，净利润同比大幅下降，实现净利润 147.36 亿美元（YoY-35.81%）。

细分收入方面，Apple Intelligence 带动 iPhone 销量，服务板块增速较快但仍不及预期，可穿戴设备、家居及配件业务略有下滑。Apple Intelligence 首批应用于 iPhone、Mac、iPad。iPhone 实现营收 462.22 亿美元（YoY+5.52%），得益于 Apple Intelligence 的首批应用，以及 48 兆像素 Fusion 相机的使用。iPhone 创下所有市场及整体在 9 月份季度的纪录，包括美国、中东、韩国和南亚，所有地区的销售均实现增长；Mac 实现营收 77.44 亿美元（YoY+1.71%），得益于 MacBook Air 的强劲表现，新款 M4 系列芯片的首发以及笔记本电脑的内存翻倍；iPad 实现营收 69.50 亿美元（YoY+7.87%），公司推出超紧凑设计的新款 iPad Mini，墨西哥、巴西、中东、印度和南亚地区等新兴市场的 iPad 销量实现了两位数增长，同时 iPad 的全球安装基数攀升至历史最高水平，且本季

度超过一半的 iPad 购买者是该产品的新用户；可穿戴设备、家居及配件实现营收 90.42 亿美元（YoY-3.00%），可穿戴设备及其他业务连续五个季度下滑，需求疲软，但近两季度跌幅有所收窄。Vision Pro 销量不佳和 Meta 头戴设备竞争可能是主要原因；服务收入 249.72 亿美元（YoY+11.91%），软件业务增长强劲，主要得益于用户基础的扩大和每位用户收入的增加。Apple TV+、Apple Pay、Apple Store 等服务持续发展，交易账户和付费账户数量均创新高，付费账户同比增长达两位数。此外，付费订阅用户数量也实现双位数增长，是四年前的两倍多。

费用方面，公司本季度研发支出 77.65 亿美元（YoY+6.27%）；市场、管理和销售费用支出 65.23 亿美元（YoY+6.05%）。

现金流方面，本季度运营现金流达到创纪录的 268.11 亿美元，同比增长 24.14%，持有现金和市场证券共计 1570 亿美元，同时在偿还 26 亿美元债务后，通过增加 70 亿美元商业票据使总债务达到 1070 亿美元。在未来，公司努力实现“现金中性”，即经营活动产生的净现金流入扣除资本开支和未来发展支出后的余额回馈给投资者，优先考虑业务发展，并将额外现金返还给股东。

业绩指引方面，公司预计下季度营收将以低个位数同比增长，服务业将以大致相同的两位数的速度增长，毛利率在 46%到 47%之间，运营费用在 153 亿到 155 亿美元之间。

内部调整方面，在本季度，公司因欧洲普通法院关于国家援助裁决的逆转而产生了一次性所得税费用 10.2 亿美元。剔除该费用后，公司净收入达到 250 亿美元，稀释每股收益为 1.64 美元，较去年同期增长 12%，创下九月季度的新高。

图7: 苹果 FY2024Q4 财报 (百万美元)

Apple Inc.				
CONDENSED CONSOLIDATED STATEMENTS OF OPERATIONS (Unaudited)				
(In millions, except number of shares, which are reflected in thousands, and per-share amounts)				
	Three Months Ended		Twelve Months Ended	
	September 28, 2024	September 30, 2023	September 28, 2024	September 30, 2023
Net sales:				
Products	\$ 69,958	\$ 67,184	\$ 294,866	\$ 298,085
Services	24,972	22,314	96,169	85,200
Total net sales ⁽¹⁾	94,930	89,498	391,035	383,285
Cost of sales:				
Products	44,566	42,586	185,233	189,282
Services	6,485	6,485	25,119	24,855
Total cost of sales	51,051	49,071	210,352	214,137
Gross margin	43,879	40,427	180,683	169,148
Operating expenses:				
Research and development	7,765	7,307	31,370	29,915
Selling, general and administrative	6,523	6,151	26,097	24,932
Total operating expenses	14,288	13,458	57,467	54,847
Operating income	29,591	26,969	123,216	114,301
Other income/(expense), net	19	29	269	(565)
Income before provision for income taxes	29,610	26,998	123,485	113,736
Provision for income taxes	14,874	4,042	29,749	16,741
Net income	\$ 14,736	\$ 22,956	\$ 93,736	\$ 96,995

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

(四) 亚马逊云收入增速提速，资本支出大幅增长 81%

亚马逊披露截至 2024 年 9 月 30 日的 FY2024Q3 业绩报告，业绩高于市场预期，AWS 盈利能力可观。公司 FY2024Q3 单季度实现总营收 1588.77 亿美元（YoY+11.04%）；净利润 153.28 亿美元（YoY+55.16%）；摊薄每股收益 1.43 美元（YoY+52.13%）。

细分收入方面，广告服务及云服务营收高增。线上商店实现营收 614.11 亿美元（YoY+7.23%）；实体商店收入 52.28 亿美元（YoY+5.42%）；三方卖方服务收入 378.64 亿美元（YoY+10.25%）；广告服务收入 143.31 亿美元（YoY+18.83%）；订阅服务收入 112.78 亿美元（YoY+10.89%）；AWS

云服务收入 274.52 亿美元 (YoY+19.05%)；其他业务收入 13.13 亿美元 (YoY+7.09%)。

现金流方面，亚马逊 2024 年第三季度的运营现金流达到 260 亿美元，较 2023 年的 212 亿美元；资本支出方面，亚马逊第三季度的资本支出同比增长至 226.20 亿美元 (YoY+81.26%)，亚马逊已在旗下业务中推出了多款 AI 产品，预计还将发布由生成式 AI 驱动的新版 Alexa 语音助手，其人工智能业务年增长率达三位数，远超 AWS 业务增速。公司高管在电话会上表示，公司 2024 年的大部分资本支出主要用于技术基础设施、AI 服务和物流网络，特别是 AWS。公司需快速投资数据中心、网络设备和更昂贵的 AI 硬件如芯片加速器，以满足需求增长并实现商业变现。

业绩指引方面，公司预计 FY2024Q4 营收为 1815~1885 亿美元，高于去年同期水平，预计第四季度营业利润将达到 160 亿至 200 亿美元之间，其中位数 180 亿美元高于市场预期的 175 亿美元。

图8：亚马逊 FY2024Q3 财报（百万美元）

PART I. FINANCIAL INFORMATION						
Item 1.	Financial Statements					
AMAZON.COM, INC.						
CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS						
(in millions)						
(unaudited)						
	Three Months Ended September 30,		Nine Months Ended September 30,		Twelve Months Ended September 30,	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024
CASH, CASH EQUIVALENTS, AND RESTRICTED CASH, BEGINNING OF PERIOD	\$ 50,067	\$ 71,673	\$ 54,253	\$ 73,890	\$ 35,178	\$ 50,081
OPERATING ACTIVITIES:						
Net income	9,879	15,328	19,801	39,244	20,079	49,868
Adjustments to reconcile net income to net cash from operating activities:						
Depreciation and amortization of property and equipment and capitalized content costs, operating lease assets, and other	12,131	13,442	34,843	37,164	47,528	50,984
Stock-based compensation	5,829	5,333	17,704	17,016	23,310	23,335
Non-operating expense (income), net	(990)	(141)	(409)	2,498	3,036	2,159
Deferred income taxes	(1,196)	(1,317)	(4,412)	(3,040)	(7,779)	(4,504)
Changes in operating assets and liabilities:						
Inventories	808	(1,509)	(1,194)	(2,818)	1,986	(175)
Accounts receivable, net and other	(3,584)	(701)	(901)	774	(5,641)	(6,673)
Other assets	(3,134)	(4,537)	(9,463)	(10,293)	(13,511)	(13,095)
Accounts payable	2,820	(477)	(5,415)	(5,754)	4,437	5,134
Accrued expenses and other	(1,321)	129	(9,022)	(6,946)	(3,245)	(352)
Unearned revenue	(25)	421	949	2,396	1,454	6,025
Net cash provided by (used in) operating activities	21,217	25,971	42,481	70,241	71,654	112,706

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

四、风险提示

技术迭代不及预期风险；科技巨头竞争加剧风险；法律监管风险；供应链风险；下游需求不及预期风险。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴砚靖 TMT/科创板研究负责人，北京大学软件项目管理硕士，10 年证券分析从业经验，历任中银国际证券首席分析师，国内大型知名 PE 机构研究部执行总经理。具备一二级市场经验，长期专注科技公司研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn