

软件 & IT 服务

海外公司梳理：拆解盈利增长前景及估值提升空间

2024 年美股头部科技平台整体表现良好，全年收益率平均值/中位数在 60%/44%，主要得益于：1) 宏观经济维持韧性，美联储开启降息提升市场流动性；2) AI 成为第二增长曲线，拉动 AI 芯片/AI 云/广告业务增速，行业龙头依托于领先的产品能力/基建/客户基础/应用场景率先受益。展望 2025 年，我们认为 AI 仍然是投资主线，但受益路径有望从 AI 芯片以及 AI 公有云进一步传导到更多应用场景，包括 B 端和 C 端的应用软件，企业 SaaS 和数据云平台营收有望相较 2024 年加速。头部科技平台中我们看好 Amazon（云需求持续增长及零售业务运营效率持续优化驱动盈利稳步增长）、Alphabet（AI 搜索改善用户体验并提升商业化水平，AI 云业务维持较快增长且利润率改善）、Meta（广告业务持续受益于 AI 维持快速增长，依托于庞大用户基础较好实现 C 端 AI 应用落地及变现）、Microsoft（AI 主题下重要的应用端核心投资标的之一）。软件平台中，综合考虑 AI 带来的潜在增量、目前估值和主业成长性，我们首选标的为 Salesforce、Palo Alto Network。

- 企业 SaaS 平台：关注 2025 年 AI 商业化加速。** 回顾 2024 年，企业 SaaS 平台仍在探索 AI 应用的场景落地与商业化，AI 应用尚未形成规模化收入贡献，AI 产品对于绝大多数企业 SaaS 平台的收入贡献小于 5%。两类公司股价表现跑赢行业：1) 率先推出体系化且可变现 AI 产品的平台，例如 ServiceNow 以及 Salesforce；2) 利用 AI 赋能主营业务实现收入增长重新加速的平台，例如 Applovin。展望 2025 年，随着大模型使用成本降低，多家公司的 AI 产品逐渐成熟且被市场验证，投资者将对 AI 产品的商业化及收入贡献产生更高预期，能够率先形成规模化 AI 产品收入的企业 SaaS 公司有望跑赢行业，板块中我们主要看好：Salesforce、ServiceNow、Adobe。
- 数据云平台：云开支优化的影响逐渐消退，AI 驱动新一轮增长。** 2024 年数据云平台表现相对承压，主因企业 IT 预算维持谨慎，云开支持续优化，包括 Snowflake 及 MongoDB 在内的数据云平台收入增长有所放缓，全年股价相对承压，分别下跌 22% 和 43%。虽然 AI 已经开始带动需求增长，但包括 Snowflake 在内多家公司管理层指出 AI 对于 24 年收入的贡献仍然不明显。展望 2025 年，随着企业云支出优化行为基本结束，大模型及 AI 应用的迭代进一步带动对于数据存储、管理以及分析的需求，我们认为数据云平台的基本面以及估值有望迎来修复。
- 基础设施云平台：现有客户用量稳步增长，生成式 AI 相关需求持续起量。** 我们预期基础设施云平台整体有望受益于企业 IT 支出回暖的趋势，生成式 AI 相关的用量需求或持续快速增长而价格或有下调空间，从而致使整体 ARR 贡献提升步伐略有放缓。我们维持 Datadog 的买入评级，公司交叉销售带动收入稳步增长、受益于生成式 AI 相关需求持续起量带动可观测性 (observability) 需求持续提升的趋势，运营效率提升驱动 2025E 利润表现或有望好于市场预期。
- 网络安全软件平台：生成式 AI 驱动需求持续提升。** 人工智能快速发展的背景下，AI 驱动的网络攻击频次提升且威胁加速，企业对于网络安全软件的需求或进一步提升。得益于需求较为刚性，网络和信息安全平台整体业绩

优于大市
(维持)

软件 & IT 服务行业

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

陶冶, CFA
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

[软件 & IT 服务 - 2025 展望：关注 AI 应用
营收起量趋势 - 12 Dec](#)

[Sensetime \(20 HK\) - Restructuring to
focus on Gen AI business and accelerate
breakeven progress - 9 Dec](#)

[Salesforce: Inline 3QFY25 result:
Agentforce as the key catalyst - 5 Dec](#)

[Palo Alto Network \(PANW US\) -
Platformization strategy resonating well
with customers - 22 Nov](#)

[Datadog \(DDOG US\) - Observability
pioneer with solid revenue growth
trajectory; initiate at BUY - 15 Nov](#)

[Coinbase \(COIN US\) - Leading financial
infrastructure for the crypto economy;
initiate at BUY - 4 Nov](#)

[Microsoft \(MSFT US\) - AI related
monetization key to watch - 1 Nov](#)

[Alphabet \(GOOG US\) - 3Q24 results
beat; Google Cloud maintains strong
momentum - 30 Oct](#)

[Servicenow \(NOW US\) - Solid 3Q24
results; riding on GenAI tailwind - 25 Oct](#)

[Adobe \(ADBE US\) - Solid 3QFY24 results
but soft guidance may weigh on short-
term sentiment - 16 Sep](#)

[Salesforce \(CRM US\) - cRPO growth
reaccelerates; eyes on new AI product
launch - 30 August](#)

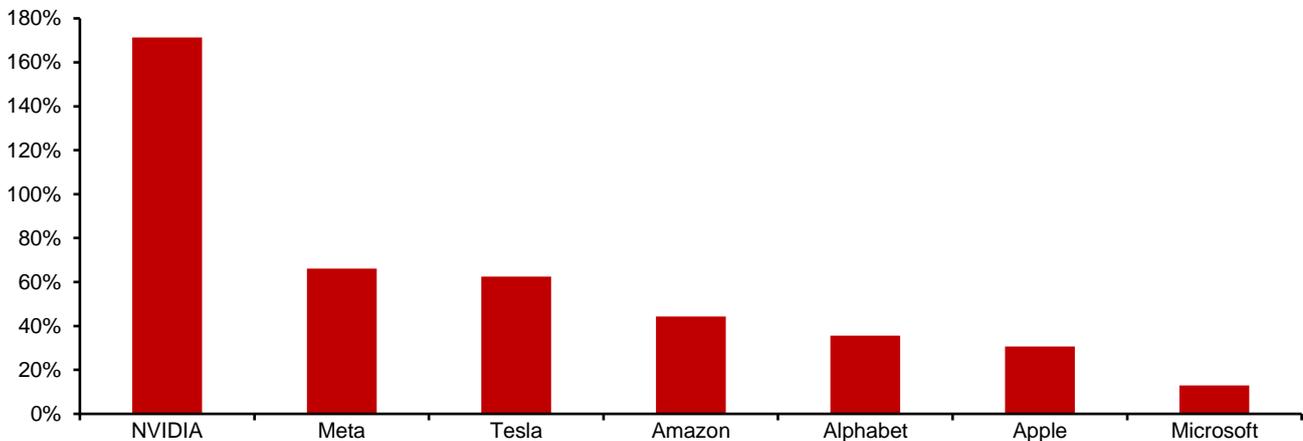
增长和股价表现在此前 IT 开支受到影响时展现韧性。在 IT 开支逐步回暖的情况下，网络安全平台的业绩弹性或略弱于基础软件和应用软件平台，但仍有望维持稳健表现。我们维持对于 Palo Alto Network 的买入推荐（平台化整合持续起效、预期业绩持续符合“50 法则”）。

- **关注“40 法则”，增速及盈利能力仍是关键基本面指标。**我们在图 13 中对美股互联网及软件板块按照“40 法则”进行了筛选排序，各板块排序首位的公司（Nvidia/Apple/Datadog/Palantir/CrowdStrike）过去一年均取得了强劲的收益表现。

头部科技平台：盈利增长为驱动股价增长的主要动力

2024 年美股头部科技平台整体表现良好，全年收益率平均值/中位数为 60%/44%，主要得益于：1) 宏观经济维持韧性，美联储开启降息提升市场流动性；2) AI 成为第二增长曲线，拉动 AI 芯片/AI 云/广告业务增速，行业龙头依托于领先的产品能力/基建/客户基础/应用场景率先受益。展望 2025 年，我们认为 AI 仍然是投资主线，但受益路径有望从 AI 芯片以及 AI 公有云进一步传导到更多应用场景，包括 B 端和 C 端的应用软件。头部科技平台中我们看好 Amazon（云需求持续增长及零售业务运营效率持续优化驱动盈利稳步增长，进而有望驱动股价进一步增长）、Alphabet（AI 搜索改善用户体验并提升商业化水平，AI 云业务维持较快增长且利润率改善）、Meta（广告业务持续受益于 AI 维持快速增长，依托于庞大用户基础较好实现 C 端 AI 应用落地及变现）、Microsoft（AI 主题下较为重要的应用端核心投资标的之一）。

图 1：头部科技平台：2024 年股票收益率



资料来源：彭博，招银国际环球市场

Amazon (AMZN US, 买入, 目标价: 235.0 美元)：亚马逊 2024 年股价上涨 44%，主要驱动因素为经营利润增长超预期，支撑因素为三大业务板块（北美、国际及 AWS）的营业利润率扩张均超预期，我们认为公司将持续受益于生成式 AI 起量支撑下 GPU 云需求持续增长及电商业务的运营效率提升，此外，广告效果持续优化带动下，商户端在平台投放广告的意愿持续提升，也将支撑高利润率广告业务的营收贡献持续提升。公司目前交易估值对应 19.7x EV/ TTM EBITDA（vs 三年均值 18.4x），展望 2025，我们认为三大业务板块盈利持续稳步增长仍有望持续驱动公司股价增长，我们预测 2025 年公司的经营利润有望同比增长 23%。

Alphabet (GOOG US, 买入, 目标价: 218.0 美元)：Alphabet 2024 年全年收益相对跑输头部科技平台均值，我们认为主要由于：1) 监管因素：美国联邦法院裁定谷歌与苹果等公司签订的默认搜索引擎协议违反了反垄断法，但法院尚未对具体补救措施作出裁决，导致估值承压；2) 竞争因素：OpenAI 等大模型平台推出搜索引擎，导致一定竞争压力。但我们认为公司当前估值水平已较大程度反映这些负面因素（14x FY25E EV/EBITDA vs. 行业中值 18x EV/EBITDA）。展望 FY25，我们看好：1) AI 持续改善搜索体验，AI Overviews 加速变现，搜索广告收入维持韧性增长；2) 生成式 AI 及大模型拉动 AI 云需求提升，谷歌云收入加速增长。我们预计公司 FY25 净利润同比增长 14%，盈利增长及 AI 进展将是估值能否修复的关键。

Meta (META US, 买入, 目标价: 685.0 美元) : Meta 2024 年股价表现强劲, 全年上涨 66%, 得益于: 1) AI 驱动用户使用时长增长, 提升广告转化效率以及 ROI; 2) ToC AI 应用落地顺利, 智能助手 Meta AI 月活超 5 亿, AI 智能眼镜 Ray-Ban Meta 销量强劲; 3) 竞争边际缓和, 社交领域主要竞争对手在美国面临禁令。展望 2025 年, 我们看好 Meta 广告业务持续受益于 AI (用户活跃度提升、广告推荐效率提升、广告素材生成效率提升) 维持较快增长, Meta AI/眼镜等 C 端 AI 应用有望成为短期估值催化但收入贡献会相对有限, 大量 Capex 投入在 2025 年将开始对利润率造成一定扰动, 当前估值相较历史估值也处于较高水平 (15x 2025E EV/EBITDA vs 2 年均值 11x)。我们看好公司 25 年仍有上涨空间, 但或难以取得类似 24 年的上涨幅度 (目标价 685.0 美元, 对应约 15% 上涨空间)。

Microsoft (MSFT US, 买入, 目标价: 501.9 美元) : 微软 2024 年股价上涨 13%, 表现弱于纳斯达克指数的 29%, 我们认为背后的主要原因是: 1) AI 相关变现的预期已经较为充分的计入股价, 而整体起量的速度较市场预期相对更弱, 且市场担忧 AI 相关的增量投资对利润率造成较大压力; 2) Azure 云营收增速因芯片等供给短缺影响而在 3Q24 出现环比降速。展望 2025, 我们认为公司仍是 AI 主题下较为重要的应用端核心投资标的之一, AI 主题下公司将主要受益于: 1) Copilot 相关的产品在广大的 C 端用户中拥有很大的变现基础; 2) AI GPU 相关的云营收持续起量。在未来的 6-12 个月中, AI 相关的变现, 包括 Copilot 服务营收贡献提升的速度及 Azure 在 2HFY25 收入增长的重新加速, 仍然是公司股价的关键驱动因素。公司交易现价对应 32x FY25E PE (三年均值: 30.7x), 我们预测公司 FY25E/FY26E 净利润将分别增长 14%/16%。

图 2: 头部科技平台: 行业估值

公司	股票代码	P/S (x)		EV/EBITDA (x)		收入 YoY (%)			EBITDA CAGR	EBITDA 利润率	自由现金流比率	"40 法则"
		2025E	2026E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E-2026E	2024E	2024E	2024E
Apple	AAPL US	8.4	7.9	23.7	22.4	5.9%	7.9%	5.9%	7.5%	35.3%	28.6%	34.5%
NVIDIA	NVDA US	16.6	13.7	24.8	19.9	112.4%	52.8%	21.0%	62.1%	66.7%	49.5%	161.9%
Microsoft	MSFT US	9.9	8.6	17.8	15.6	13.6%	14.3%	14.6%	15.4%	55.7%	24.7%	38.3%
Amazon.com	AMZN US	3.4	3.0	14.5	12.5	11.0%	10.9%	10.7%	20.3%	23.1%	7.0%	18.0%
Alphabet	GOOG US	6.4	5.8	13.7	12.1	15.1%	18.3%	10.3%	15.9%	46.8%	24.8%	39.9%
Meta	META US	7.8	6.9	14.5	12.1	20.8%	14.7%	12.8%	27.5%	53.5%	30.0%	50.8%
Tesla	TSLA US	11.0	9.2	64.2	51.7	3.1%	16.7%	19.8%	14.1%	17.1%	2.9%	6.0%
中值		8.4	7.9	17.8	15.6	13.6%	14.7%	12.8%	15.9%	46.8%	24.8%	38.3%

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2024 年 12 月 31 日; "40 法则"即收入增速+自由现金流比率, 综合衡量公司业务增速及盈利能力

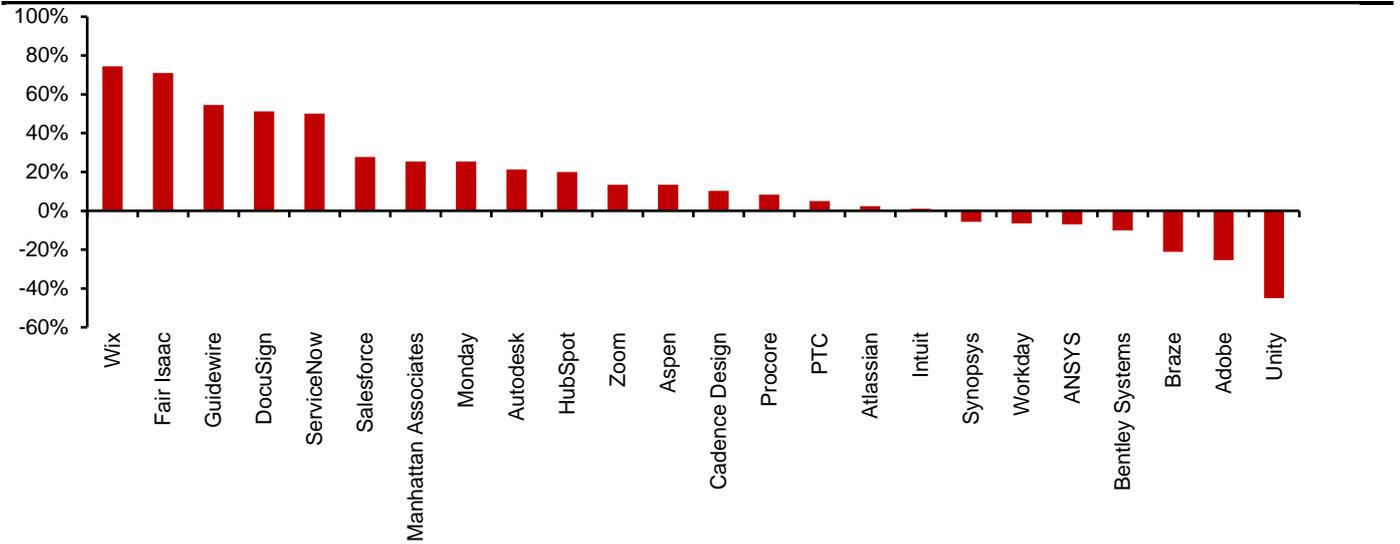
企业 SaaS 平台: 关注 2025 年 AI 商业化加速

回顾 2024 年, 企业 SaaS 平台仍在探索 AI 应用的场景落地与商业化, AI 应用尚未形成规模化收入贡献, AI 产品对于绝大多数企业 SaaS 平台的收入贡献小于 5%。两类平台股价表现跑赢行业: 1) 率先推出体系化且可变现 AI 产品的平台, 例如 ServiceNow 的 Now Assist 以及 Salesforce 的 AgentForce; 2) 利用 AI 赋能主营业务实现收入增长重新加速的平台, 例如 Appliovin。相反, 存在被 AI 替代风险, AI 应用落地的情况下收入及订单增速反而放缓的平台, 2024 年的股价走势相对较弱, 如 Adobe 及 Unity。

展望 2025 年, 得益于宏观经济维持韧性、资金环境更加宽松推动 IT 预算修复, 叠加 AI 商业化起量, 企业 SaaS 平台收入增长有望加速, 彭博一致预期估计 2025 年行业收入同比增长 13% (vs 2024 年同比增长 12%)。随着大模型使用成本降低, 多家公司的 AI 产品已逐渐成熟且被市场验证, 投资者将对 AI 产品的商业化及收入贡献产生更高预期, 能够率先形成规模化 AI 产品收入的企业 SaaS 公司有望跑赢行业, 板块中我们主要看好: Salesforce (AgentForce 上线后需求强劲, 客户反馈积极, AI 需求同时带动数据云业务较快增长)、ServiceNow (Now Assist 显著改善产品体验及效率, 带动客单价提升, 3Q24 相关年化合

同金额已接近 1 亿美元)、Adobe (FY25 公司计划通过产品升级及销售团队扩张进一步加速 AI 商业化, FY25 AI 收入有望进一步起量)。

图 3: 企业 SaaS: 2024 年股票收益率



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

Salesforce (CRM US, 买入, 目标价: 410 美元): 我们看好 2025 年 Salesforce 的 AI 商业化加速, 主要来自于 AgentForce 产品收入起量以及 AI 带动数据云产品销售。3QFY25 新签订 AI 相关订单数量同比增长超过三倍, 达到 2000 笔, 包括超 200 笔 AgentForce 订单 (AgentForce 于 10 月推出)。公司 12 月推出的 AgentForce 2.0 进一步拓宽 AI 智能体的应用场景至企业各个部门与流程, 产品收入有望在 2025 年进一步起量。此外, Salesforce 数据云作为落地 AI 的重要基础, 企业 AI 转型也推动了数据云需求, 3QFY25 超过前 10 大订单中的 8 笔订单均包含了数据云产品, 预计 AI 应用落地有望促进公司多云产品整合销售。

ServiceNow (NOW US, 买入, 目标价: 1,075 美元): 凭借公司先发优势和产品创新能力, 我们看好 ServiceNow 持续受益于生成式 AI 的发展机会。公司 1) 3Q24 已有 44 名客户在 Now Assist 的支出超 100 万美元, 估算 ACV 总额接近 1 亿美元 (约占 cRPO 1%); 2) 进一步将 Agentic AI 集成到平台中, 首批应用已在客服管理和 IT 服务管理落地; 3) 推出新的解决方案 Workflow Data Fabric, 作为集成的数据层为企业工作流和 AI 智能体提供实时数据访问, 管理层指出新产品有望推动公司 TAM 增长一倍至约 5000 亿美元。

Adobe (ADBE US, 买入, 目标价: 634.5 美元): 虽然公司 FY24 在 AI 商业化方面的表现不及预期, 叠加 ARR 增速放缓, 导致股价表现跑输行业, 但是随着公司 FY25 加速 AI 商业化变现, 我们预计公司表现有望好于目前市场较低的预期。Adobe 计划在 2025 年初推出价格更高的包括其视频模型的 Firefly 产品, 有望为客户创造额外价值并增加 ARPU; 公司将 Firefly 服务引入 Adobe GenStudio, 进一步整合创意云和体验云, 同时将扩大其 B 端销售团队, 推动 Adobe GenStudio 集成解决方案的销售。管理层预计总收入同比增长 8-10% 至 233.0-235.5 亿美元, 其中数字媒体年末 ARR 同比增长 11%, 对应全年净增 ARR 约 19 亿美元。

Applovin (APP US, 未评级): 公司是 2024 年板块中表现最强劲的标的之一, 全年上涨 713%, 主要得益于: 1) AI 广告引擎 AXON 持续提升其自动化投放能力及推荐准确性, 帮助广告主提高广告投放 ROI; 2) 持续拓展业务边界, 除游戏领域外, 公司探索电商广告业

务机会。公司 2024 年收入显著加速，利润率改善，9M24 公司收入同比增长 43%，3Q24 EBITDA 利润率同比提升 11 个百分点至 60%。

图 4：企业 SaaS：行业估值

公司	股票代码	P/S (x)		EV/EBITDA (x)		收入 YoY (%)			EBITDA CAGR	EBITDA利润率	自由现金流比率	“40法则”
		2025E	2026E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E-2026E	2024E	2024E	2024E
Salesforce	CRM US	7.7	7.0	19.6	18.3	8.9%	9.1%	9.8%	6.2%	39.4%	31.9%	40.8%
ServiceNow	NOW US	16.3	13.5	48.8	38.9	22.5%	20.6%	20.2%	22.1%	33.3%	31.1%	53.6%
Adobe	ADBE US	7.5	6.8	15.7	14.9	9.3%	10.2%	9.6%	5.9%	47.7%	38.9%	48.2%
Intuit	INTU US	8.7	7.7	21.6	19.4	12.2%	12.3%	12.3%	8.6%	40.2%	31.9%	44.2%
AppLovin	APP US	20.8	17.3	34.2	27.2	39.8%	22.7%	20.3%	42.0%	60.9%	41.1%	81.0%
Cadence Design	CDNS US	15.6	13.9	33.7	28.8	13.3%	13.5%	12.2%	26.9%	46.4%	22.4%	35.7%
Synopsys	SNPS US	9.3	8.2	22.7	20.3	10.7%	13.1%	13.7%	9.9%	41.2%	24.8%	35.4%
Workday	WDAY US	6.7	5.9	21.7	18.0	15.9%	13.2%	13.7%	-0.9%	31.0%	24.4%	40.3%
Atlassian	TEAM US	10.2	8.5	40.3	31.7	17.0%	20.0%	19.7%	21.6%	25.3%	26.1%	43.1%
Autodesk	ADSK US	9.2	8.3	25.6	22.0	11.4%	13.1%	10.8%	11.2%	35.9%	24.3%	35.7%
Fair Isaac	FICO US	21.8	18.9	37.9	31.4	16.7%	15.5%	15.4%	29.1%	57.6%	39.3%	56.0%
HubSpot	HUBS US	11.8	10.1	54.5	42.6	19.7%	15.7%	16.8%	27.3%	21.6%	16.2%	35.9%
ANSYS	ANSS US	10.7	9.7	22.7	20.1	11.2%	9.6%	9.6%	10.1%	47.0%	29.9%	41.0%
Zoom Communications	ZM US	3.8	3.7	9.2	9.0	2.9%	3.1%	3.6%	2.4%	41.0%	35.0%	38.0%
PTC	PTC US	8.4	7.7	20.7	19.3	11.0%	10.2%	10.4%	7.1%	40.8%	33.0%	44.0%
DocuSign	DOCU US	5.5	5.1	16.2	14.5	7.2%	6.4%	7.5%	13.8%	33.8%	29.6%	36.8%
Manhattan Associates	MANH US	14.3	12.9	41.9	36.8	12.0%	9.5%	10.8%	15.4%	34.0%	25.4%	37.4%
Bentley Systems	BSY US	11.3	10.1	31.7	28.0	10.4%	11.2%	11.3%	13.4%	35.7%	28.3%	38.6%
Aspen Technology	AZPN US	12.2	11.2	27.0	25.5	5.7%	7.7%	8.6%	-13.5%	45.1%	28.6%	34.2%
Guidewire Software	GWRE US	10.2	8.8	49.0	37.8	18.5%	14.4%	15.2%	43.2%	20.7%	19.1%	37.6%
Wix	WIX US	5.8	5.1	23.4	19.1	12.8%	14.6%	13.1%	33.1%	24.8%	26.8%	39.6%
Procore Technologies	PCOR US	8.3	7.2	46.1	37.2	20.8%	11.3%	14.7%	46.6%	17.9%	11.9%	32.7%
Monday	MNDY US	8.5	6.8	62.4	48.4	32.3%	26.8%	25.2%	45.2%	13.7%	29.9%	62.1%
Unity Software	U US	5.7	5.3	26.2	22.5	-18.7%	1.2%	7.4%	0.8%	21.9%	13.5%	-5.2%
Braze	BRZE US	5.7	4.9	120.2	60.4	24.8%	16.9%	17.2%	NA	4.8%	2.5%	27.3%
中值		9.3	8.3	26.6	24.0	12.2%	13.1%	12.3%	13.6%	35.7%	28.3%	38.6%

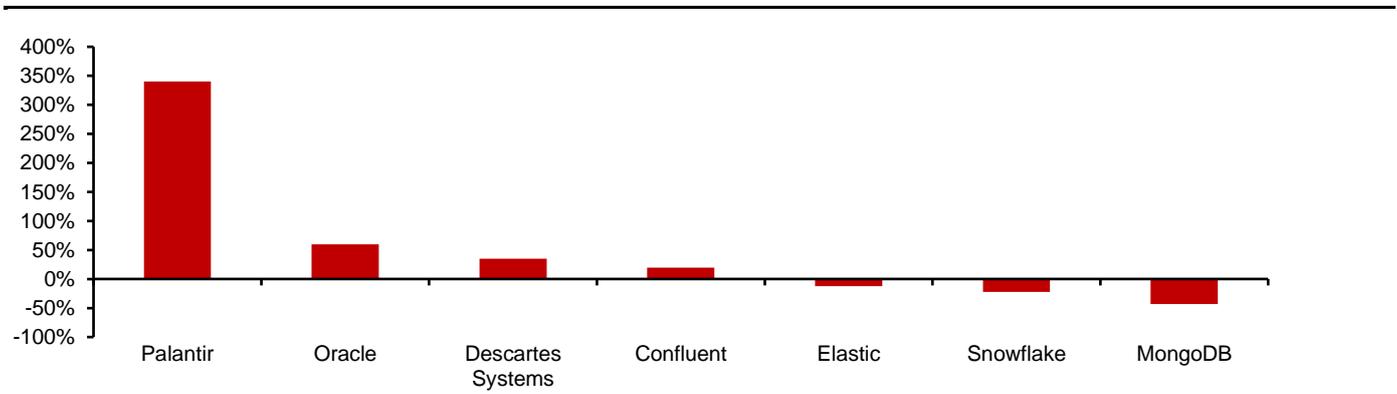
资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 2024 年 12 月 31 日；“40 法则”即收入增速+自由现金流比率，综合衡量公司业务增速及盈利能力

数据云平台：云开支优化的影响逐渐消退，AI 驱动新一轮增长

2024 年数据云平台表现相对承压，主因企业 IT 预算维持谨慎，云开支持续优化，包括 Snowflake 及 MongoDB 在内的数据云平台收入增长有所放缓，全年股价相对承压，分别下跌 22%和 43%。虽然 AI 已经开始带动需求增长，但包括 Snowflake 在内多家公司管理层指出 AI 对于 24 年收入的贡献仍然不明显。展望 2025 年，随着企业云支出优化行为基本结束，大模型及 AI 应用的迭代进一步带动对于数据存储、管理以及分析的需求，我们认为数据云平台的基本面以及估值有望迎来修复。基于彭博一致预期，2025 年数据云平台收入同比增长 18%（对比 2024 年收入同比增长 17%），其中 Oracle 的营收增速有望显著重新加速。

图 5：数据云平台：2024 年股票收益率



资料来源：彭博，招银国际环球市场

Palantir (PLTR US, 未评级)：公司 2024 年股价表现强劲，全年上涨 341%，主要得益于：1) 政府部门数字化需求强劲，持续加大在国防等领域的 IT 投入；2) 加速企业端客户渗透，持续提升公司在金融、医疗、能源等领域的市场份额；3) 基于生成式 AI 及大模型能力的新 AI 平台 AIP 需求强劲，带动公司产品在 B 端及 G 端的需求。

Snowflake (SNOW US, 未评级)：受企业优化云支出影响，公司 2024 年收入增长放缓，基本面承压，为应对行业挑战及把握 AI 发展机会，公司年内更换管理层，由公司原 AI 部门高级副总裁 Sridhar Ramaswamy 接任公司 CEO。管理层变更后，公司加大对于 AI 相关产品研发力度，年内推出多款 AI 产品，满足新的 AI 发展趋势下企业客户对于数据处理以及分析的需求，新产品的推出有望带动公司 2025 年收入增速恢复。

图 6：数据云平台：行业估值

公司	股票代码	P/S (x)		EV/EBITDA (x)		收入 YoY (%)			EBITDA CAGR	EBITDA 利润率	自由现金流比率	"40 法则"
		2025E	2026E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E-2026E	2024E	2024E	2024E
Palantir	PLTR US	48.1	39.9	120.6	99.8	26.4%	24.7%	20.7%	36.4%	39.9%	37.5%	63.8%
Snowflake	SNOW US	10.7	8.8	105.8	70.3	28.1%	23.2%	22.2%	24.5%	10.1%	24.8%	52.9%
MongoDB	MDB US	7.1	6.0	51.2	39.5	17.4%	17.7%	19.4%	13.1%	13.9%	5.5%	22.9%
Elastic NV	ESTC US	5.9	5.1	37.7	28.5	14.8%	14.0%	14.6%	28.8%	15.6%	14.3%	29.2%
Confluent	CFLT US	7.3	6.0	97.3	54.0	23.5%	21.6%	21.5%	NA	7.5%	0.8%	24.3%
Descartes	DSGX US	12.9	11.5	28.8	25.3	14.1%	11.5%	12.0%	14.5%	44.7%	32.1%	46.2%
Oracle	ORCL US	8.5	7.4	16.2	14.0	8.9%	12.6%	13.7%	28.4%	52.2%	12.9%	21.9%
中值		8.5	7.4	51.2	39.5	17.4%	17.7%	19.4%	26.5%	15.6%	14.3%	29.2%

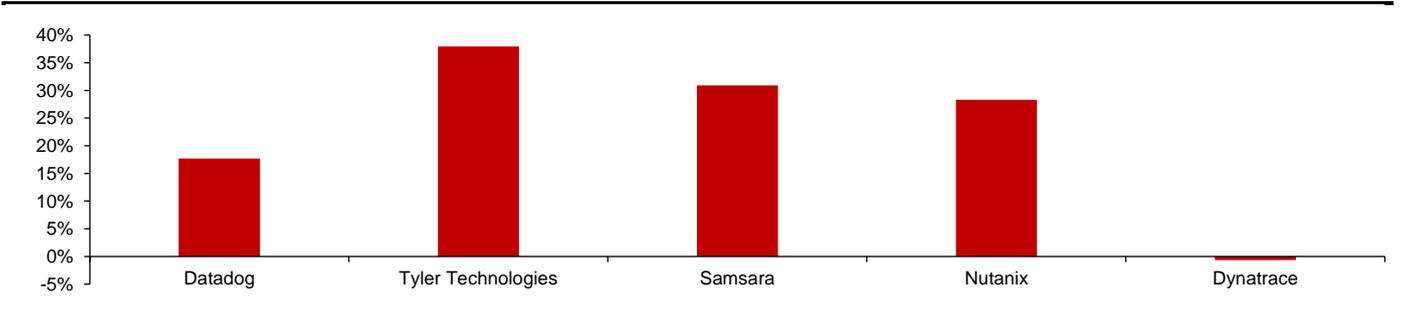
资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 2024 年 12 月 31 日；“40 法则”即收入增速+自由现金流比率，综合衡量公司业务增速及盈利能力

基础设施云平台：现有客户用量稳步增长，生成式 AI 相关需求持续起量

我们预期基础设施云平台整体有望受益于企业 IT 支出回暖的趋势，生成式 AI 相关的用量需求或持续快速增长而价格或有下调空间，从而致使整体 ARR 贡献提升步伐略有放缓。展望 2025 年，基于彭博一致预期，基础设施云平台的营收增速或将维持较为高速增长（17.5% YoY，对比 2024E 为 19.5% YoY），其中市场预期 Tyler Technology 和 Nutanix 的营收增速有望在 2025 年重新加速。个股层面，我们维持 Datadog 的买入评级，公司交叉销售带动收入稳步增长、受益于生成式 AI 相关需求持续起量带动可观性需求持续提升的趋势，运营效率提升驱动 2025E 利润表现或有望好于市场预期。

图 7：基础设施云平台：2024 年股票收益率



资料来源：彭博，招银国际环球市场

Datadog (DDOG US, 买入, 目标价: 154.3 美元)：公司 2024 年全年股价上涨 18%，跑输纳斯达克指数，但 3Q24 业绩后较为明显地跑赢，我们认为主要原因包括：1) 生成式 AI 相关需求持续起量带动可观性需求持续提升；2) 交叉销售带动下，营收稳健增长；在 AI 主题下，公司有望持续受益于原生人工智能客户需求持续提升驱动下的 ARR 和营收贡献提升趋势（3Q24 原生人工智能带来 6% 的 ARR 增量贡献、带来 4pp 的总营收增长贡献，未来有望进一步提升）。展望 2025，我们认为公司有望持续受益于交叉销售带动稳步的收

入增长，运营杠杆释放带动下经营利润及自由现金流增长有望好于市场预期。3Q24 使用公司 2 款、4 款、6 款、8 款及更多产品的客户占比分别为 83%、49%、26%、12%，而一年前的相应占比分别为 82%、46%、21%、8%，持续呈现稳步的增长趋势。公司目前交易估值为 EV/FCF 62.8x (vs 三年均值 74.5x)，EV/S 14.5x (vs 三年均值 16.5x)，我们预测公司 FY25 营收将同比增长 23% (2024E: 25%)，而自由现金流利润率将达 25% (2024E: 21%)，将持续符合“40 法则”，且我们认为公司将持续受益于原生人工智能客户的 ARR 增长及运营效率提升，利润表现有望好于市场预期。

图 8：基础设施云平台：行业估值

公司	股票代码	P/S (x)		EV/EBITDA (x)		收入 YoY (%)			EBITDA CAGR	EBITDA 利润率	自由现金流比率	“40 法则”
		2025E	2026E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E-2026E	2024E	2024E	2024E
Datadog Inc	DDOG US Eq	14.4	11.7	53.6	42.3	25.0%	22.0%	22.9%	27.4%	26.9%	28.0%	53.0%
Tyler Technologies Inc	TYL US Equity	10.7	9.7	40.0	34.5	9.3%	10.4%	10.6%	14.3%	26.7%	22.1%	31.5%
Samsara Inc	IOT US Equity	15.8	12.8	153.2	102.8	32.1%	23.3%	23.2%	140.7%	10.3%	8.6%	40.7%
Nutanix Inc	NTNX US Eq	5.6	5.0	25.8	20.6	14.4%	16.2%	13.3%	22.9%	21.8%	23.9%	38.2%
Dynatrace Inc	DT US Equity	8.0	6.9	27.1	23.0	16.9%	15.5%	16.4%	14.0%	29.5%	23.9%	40.8%
中值		10.7	9.7	40.0	34.5	16.9%	16.2%	16.4%	22.9%	26.7%	23.9%	40.7%

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 2024 年 12 月 31 日；“40 法则”即收入增速+自由现金流比率，综合衡量公司业务增速及盈利能力

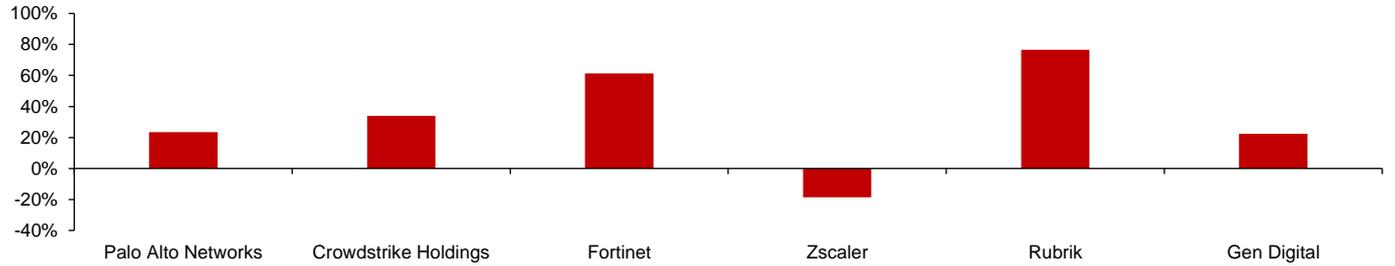
Samsara (IOT US, 未评级)：公司股价 2024 年涨幅 31%，主要驱动因素为：1) “连接操作云”平台在优化企业运营、提高效率 and 安全性方面的广泛应用；2) 客户获取与留存成果显著，且大客户数量持续增长；3) 推出 Samsara Intelligence 等 AI 产品，帮助客户提升运营安全性、效率和可持续性；4) 国际市场份额增长加速。AI 主题下公司或有望受益于：1) 通过 AI 产品如 Samsara Assistant 为客户提供即时运营问题答案，帮助识别车辆故障代码、安全隐患，提升安全、维护和合规性，增强数据和分析能力，提高运营效率；2) 通过 AI 为一线员工提供可视化、培训和指导，提升客户体验；3) 在国际市场推出基于 AI 的本地化产品功能以助力市场拓展。

网络安全软件平台：生成式 AI 驱动需求持续提升

人工智能快速发展的背景下，AI 驱动的网络攻击频次提升且威胁加速，企业对于网络安全软件的需求或有进一步提升。且随着生成式人工智能赋能下软件交互便捷性及易用性提升，网络安全软件平台或面临新发展机遇。得益于需求较为刚性，网络和信息安全平台整体业绩增长和股价表现在此前 IT 开支受到影响时展现韧性。在 IT 开支逐步回暖的情况下，网络安全平台的业绩弹性或略弱于基础软件和应用软件平台，但仍有望维持稳健表现。基于彭博一致预测，网络安全软件公司营收 2025 年有望同比增长 17.0% (2024E: 19.2%)，其中市场预期 Palo Alto Network、Fortinet、Gen Digital 的营收增速有望重新于 2025 年加速。

个股层面，我们维持对于 Palo Alto Network 的买入推荐，公司平台化整合持续提速，且届满一年后客户的增量营收有望逐步计入报表从而拉动营收增速重新加速，我们预测公司 FY25 营收将同比增长 14%，而自由现金流利润率将达 37%，PANW 将持续符合“50 法则”，为估值提供支撑。

图 9：网络安全软件平台：2024 年股票收益率



资料来源：彭博，招银国际环球市场

Palo Alto Network (PANW US, 买入, 目标价: 232.2 美元)：公司 2024 年股价上涨 33%，主要驱动因素为：1) NGS 产品 ARR 持续快速增长；2) 平台化整合战略与客户产生良好共鸣，截至 1QFY25（年结于 7 月），PANW 在其前 5000 大客户中已完成总计 1100 笔（4QFY24: >1000）平台化整合，环比净增超 70 笔（4QFY24: >90）；3) 估值水平得益于 AI 主题催化及网络安全需求提升而持续提升。在 AI 主题下，我们认为公司将持续受益于：1) 随着人工智能的发展，AI 驱动下网络攻击频次提升且威胁加速，对 PANW 产品和服务的需求有望增加；2) 随着 GenAI 的赋能，用户体验的提升或有望推动 PANW 产品需求提升和价格上涨。2025 年公司进一步增长的催化剂来自：1) 平台化整合持续提速，且届满一年后客户的增量营收有望逐步计入报表从而拉动营收增速重新加速；2) Gen-AI 需求持续提升推动公司持续获益。公司目前交易估值为 EV/FCF 37.0x (vs 三年均值 29.2x)，EV/S 12.4x (vs 三年均值 9.8x)，我们预测公司 FY25 营收将同比增长 14%，而自由现金流利润率将达 37%，PANW 将持续符合“50 法则”，为估值提供支撑。

图 10：网络安全软件平台：行业估值

公司	股票代码	P/S (x)		EV/EBITDA (x)		收入 YoY (%)			EBITDA CAGR	EBITDA 利润率	自由现金流比率	“40 法则”
		2025E	2026E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E-2026E	2024E	2024E	2024E
Palo Alto Networks Inc	PANW US Eq	10.8	9.4	33.6	30.4	14.0%	15.4%	14.7%	14.9%	32.1%	37.8%	51.8%
CrowdStrike	CRWD US Eq	17.1	14.1	67.7	51.1	28.6%	21.3%	21.8%	26.6%	25.3%	26.7%	55.3%
Fortinet Inc	FTNT US Eq	10.7	9.5	31.4	27.6	11.1%	12.7%	12.9%	16.7%	34.1%	31.5%	42.6%
Zscaler Inc	ZS US Equity	8.3	6.9	32.5	25.9	21.6%	20.7%	20.2%	25.0%	25.6%	24.2%	45.8%
Rubrik	RBRK US Eq	11.0	8.7	NA	NA	37.2%	28.8%	26.0%	NA	-19.8%	-4.9%	32.3%
Gen Digital Inc	GEN US Equi	6.1	5.9	10.2	9.6	2.9%	3.4%	3.1%	-1.8%	59.6%	31.3%	34.1%
中值		10.7	9.1	32.5	27.6	17.8%	18.1%	17.5%	16.7%	28.9%	29.0%	44.2%

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 2024 年 12 月 31 日；“40 法则”即收入增速+自由现金流比率，综合衡量公司业务增速及盈利能力

Fortinet (FTNT US, 未评级)：公司股价 2024 年涨幅约 61%，主要驱动因素为：1) 技术实力强劲，其自主研发的安全防护技术不断更新升级，能有效抵御各类网络威胁，提供可靠的安全保障；2) 产品多元化与集成化，其不断推出的下一代网络安全产品间相互协同，形成了一套完整的网络安全防护平台体系。公司未来业绩增长或有望受益于：1) 2025 年企业云支出的进一步回暖及 AI 需求爆发下带来的网络安全需求，以其下一代安全产品平台更好地满足客户的云安全需求推动增长；2) 不断完善的网络安全产品平台，公司有望通过加强交叉销售及向上销售，不断提升客户粘性及单一客户价值，以其领先的平台化解决方案加速对多行业领域的新客户渗透。AI 主题下，公司或有望受益于：1) AI 助力威胁检测与防御，通过 AI 技术能够更快速准确地识别和应对网络威胁，提升安全防护的效率和效果，增强客户对公司产品的认可度和依赖度；2) 利用 AI 优化资源配置，实现对网络安全资源的智能管理和分配，提高资源利用效率，降低运营成本，提升公司的盈利能力。

Rubrik (RBRK US, 未评级)：Rubrik 是数据备份领域的变革者，其通过提供一个软件平台，将传统数据备份与网络安全功能相结合，为客户提供网络弹性。公司 2024 年股价涨

幅为 77%。公司与 Gen-AI 相关的业务展现良好增长势头。AI 时代下企业对数据安全解决方案的需求持续强劲增长，在网络安全威胁日益复杂的环境下公司面临更大的发展机遇。

3Q24 美股 13F 基金持仓统计更新

我们统计了 3Q24 美国 33 家主要科技基金 13F 的持仓情况，主要结论如下：

- 1) 微软/亚马逊/英伟达/Meta/谷歌仍然为前 5 大重仓标的，平均持仓占比分别为 4.4/4.4/4.2/4.0/2.3%。
- 2) 主要基金对于科技龙头的持仓略有回撤，微软/亚马逊/英伟达/谷歌持仓占比均有下滑，环比 2Q24 下降 0.6/0.7/1.8/0.5 个百分点，仅 Meta 持仓占比环比提升 0.1 个百分点。
- 3) 分别有 26/24/23/20/11 家基金降低了他们对于谷歌/亚马逊/微软/英伟达/Meta 的持仓占比，对比之下，分别有 2/7/7/7/18 家基金增加了他们对于谷歌/亚马逊/微软/英伟达/Meta 的持仓占比。
- 4) 持有微软的基金数量环比稳定在 29 家，而持有亚马逊/英伟达/Meta/谷歌的基金数量环比分别下滑 3/2/1/2 家至 28/25/27/26 家。

图 11: 3Q24 美股 13F 基金持仓统计

3Q24变化	第一大持仓	第二大持仓	第三大持仓	第四大持仓	第五大持仓
Adage	AAPL	MSFT	NVDA	AMZN	HES
Altimeter	META	UBER	SNOW	NVDA	MSFT
Appaloosa	BABA	PDD	AMZN	MSFT	META
AQR	NVDA	AAPL	MSFT	AMZN	META
Arrowstreet	MSFT	NVDA	AAPL	META	T
Artisan	ACGL	ARGX	GOOGL	META	AXP
Atreides	ALAB	AMD	AMZN	TSLA	ADBE
Baillie	MELI	NVDA	AMZN	SPOT	SHOP
Balyasny	MSFT	IJH	HES	DFS	MO
Bridgewater	IVV	IEMG	GOOGL	NVDA	SPY
Clearbridge	MSFT	NVDA	AAPL	AMZN	META
Coatue	META	AMZN	CEG	MSFT	TSM
DE Shaw	NVDA	AAPL	MSFT	META	AMZN
D1	CART	XPO	PM	RCL	GEHC
DUQUESNE	NTRA	CPNG	COHR	WWD	STX
Eagle	AMZN	META	COP	MSFT	AON
Center Lake	MSFT	AMZN	TDG	SMH	CPRT
Fundsmith	MSFT	META	SYK	ADP	V
Jennison	NVDA	MSFT	AMZN	AAPL	META
Lone Pine	META	AMZN	VST	TSM	MSFT
Matrix	ALTR	GFS	PRM	AURA	ZNTL
Maverick	NVDA	AMZN	MSFT	CPNG	PM
Maytech	NVDA	META	AMZN	MELI	AAPL
Pinebridge	MSFT	NVDA	AAPL	AMZN	SHY
Point 72	NVDA	SHEL	ANET	CMCSA	MTSI
Renaissance	PLTR	NVO	UTHR	AAPL	VRTX
Sands	NVDA	AMZN	ASML	MELI	V
SEI	MSFT	NVDA	AMZN	AAPL	META
Third Point	PCG	AMZN	DHR	VST	BBWI*
Tiger global	META	MSFT	GOOGL	APO	SE
Viking Global	USB	ADBE	AAPL	PM	V
Light Street	NVDA	TSM	AMD	FROG	AVGO
Whale Rock	AMZN	CLS	META	NVDA	GOOGL

	仓位增加
	仓位减少
	无变化

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：13F 即 SEC Form 13F，美国 SEC 规定资产管理规模超过 1 亿美元的投资机构或顾问，必须在每个季度结束之后的 45 天之内提交 13F，公开其持有的普通股（包括 ETF）、期权、ADR、可转换债券的数量、总市场价值等信息。

对比 1Q24，3Q24 科技基金对于多数头部科技公司的持仓呈现下降趋势，亚马逊/微软/英伟达/Meta/谷歌的持仓市值占比分别由 1Q24 的 4.6/5.0/5.0/4.4/2.6% 下降至 3Q24 的 4.4/4.4/4.2/4.0/2.3%。仅对于苹果的持仓市值有所上升，由 1Q24 的 1.3% 上升至 3Q24 的 1.8%。

图 12: 美股 13F 基金持仓变化统计

公司	持仓市值占比变化			拥有持仓的基金数		
	3Q24	2Q24	1Q24	3Q24	2Q24	1Q24
AMZN	4.4%	5.1%	4.6%	28	31	31
MSFT	4.4%	5.0%	5.0%	29	29	29
NVDA	4.2%	6.0%	5.0%	25	27	25
META	4.0%	3.9%	4.4%	27	28	29
GOOG/GOOGL	2.3%	2.8%	2.6%	26	28	28
AAPL	1.8%	1.9%	1.3%	20	24	19
MU	0.2%	0.3%	0.3%	15	15	14
MRVL	0.0%	0.8%	1.1%	10	15	16

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

附录

图 13: 主要美股互联网软件公司估值及财务数据一览

板块	公司	股票代码	P/S (x)		EV/EBITDA (x)		收入 YoY (%)			EBITDA CAGR	EBITDA利润率	自由现金流比率	"40法则"
			2025E	2026E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E-2026E	2024E	2024E	2024E
头部科技	NVIDIA	NVDA US	16.6	13.7	24.8	19.9	112.4%	52.8%	21.0%	62.1%	66.7%	49.5%	161.9%
	Meta Platforms	META US	7.8	6.9	14.5	12.1	20.8%	14.7%	12.8%	27.5%	53.5%	30.0%	50.8%
	Alphabet	GOOG US	6.4	5.8	13.7	12.1	15.1%	18.3%	10.3%	15.9%	46.8%	24.8%	39.9%
	Microsoft	MSFT US	9.9	8.6	17.8	15.6	13.6%	14.3%	14.6%	15.4%	55.7%	24.7%	38.3%
	Apple	AAPL US	8.4	7.9	23.7	22.4	5.9%	7.9%	5.9%	7.5%	35.3%	28.6%	34.5%
	Amazon.com	AMZN US	3.4	3.0	14.5	12.5	11.0%	10.9%	10.7%	20.3%	23.1%	7.0%	18.0%
	Tesla	TSLA US	11.0	9.2	64.2	51.7	3.1%	16.7%	19.8%	14.1%	17.1%	2.9%	6.0%
	中值		8.4	7.9	17.8	15.6	13.6%	14.7%	12.8%	15.9%	46.8%	24.8%	38.3%
企业SaaS	AppLovin	APP US	20.8	17.3	34.2	27.2	39.8%	22.7%	20.3%	42.0%	60.9%	41.1%	81.0%
	Monday	MNDY US	8.5	6.8	62.4	48.4	32.3%	26.8%	25.2%	45.2%	13.7%	29.9%	62.1%
	Fair Isaac	FICO US	21.8	18.9	37.9	31.4	16.7%	15.5%	15.4%	29.1%	57.6%	39.3%	56.0%
	ServiceNow	NOW US	16.3	13.5	48.8	38.9	22.5%	20.6%	20.2%	22.1%	33.3%	31.1%	53.6%
	Adobe	ADBE US	7.5	6.8	15.7	14.9	9.3%	10.2%	9.6%	5.9%	47.7%	38.9%	48.2%
	Intuit	INTU US	8.7	7.7	21.6	19.4	12.2%	12.3%	12.3%	8.6%	40.2%	31.9%	44.2%
	PTC	PTC US	8.4	7.7	20.7	19.3	11.0%	10.2%	10.4%	7.1%	40.8%	33.0%	44.0%
	Atlassian	TEAM US	10.2	8.5	40.3	31.7	17.0%	20.0%	19.7%	21.6%	25.3%	26.1%	43.1%
	ANSYS	ANSS US	10.7	9.7	22.7	20.1	11.2%	9.6%	9.6%	10.1%	47.0%	29.9%	41.0%
	Salesforce	CRM US	7.7	7.0	19.6	18.3	8.9%	9.1%	9.8%	6.2%	39.4%	31.9%	40.8%
	Workday	WDAY US	6.7	5.9	21.7	18.0	15.9%	13.2%	13.7%	-0.9%	31.0%	24.4%	40.3%
	Wix	WIX US	5.8	5.1	23.4	19.1	12.8%	14.6%	13.1%	33.1%	24.8%	26.8%	39.6%
	Bentley Systems	BSY US	11.3	10.1	31.7	28.0	10.4%	11.2%	11.3%	13.4%	35.7%	28.3%	38.8%
	Zoom	ZM US	3.8	3.7	9.2	9.0	2.9%	3.1%	3.6%	2.4%	41.0%	35.0%	38.0%
	Guidewire Software	GWRE US	10.2	8.8	49.0	37.8	18.5%	14.4%	15.2%	43.2%	20.7%	19.1%	37.6%
	Manhattan Associates	MANH US	14.3	12.9	41.9	36.8	12.0%	9.5%	10.8%	15.4%	33.0%	25.4%	37.4%
	DocuSign	DOCU US	5.5	5.1	16.2	14.5	7.2%	6.4%	7.5%	13.8%	34.8%	29.6%	36.8%
	HubSpot	HUBS US	11.8	10.1	54.5	42.6	19.7%	15.7%	16.8%	27.3%	21.6%	16.2%	35.9%
	Cadence Design	CDNS US	15.6	13.9	33.7	28.8	13.3%	13.5%	12.2%	26.9%	46.4%	22.4%	35.7%
	Autodesk	ADSK US	9.2	8.3	25.6	22.0	11.4%	13.1%	10.8%	11.2%	35.9%	24.3%	35.7%
Synopsys	SNPS US	9.3	8.2	22.7	20.3	10.7%	13.1%	13.7%	9.9%	41.2%	24.8%	35.4%	
Aspen Technology	AZPN US	12.2	11.2	27.0	25.5	5.7%	7.7%	8.6%	-13.5%	45.1%	28.6%	34.2%	
Procore	PCOR US	8.3	7.2	46.1	37.2	20.8%	11.3%	14.7%	46.6%	17.9%	11.9%	32.7%	
Braze	BRZE US	5.7	4.9	120.2	60.4	24.8%	16.9%	17.2%	NA	4.8%	2.5%	27.3%	
Unity Software	U US	5.7	5.3	26.2	22.5	-18.7%	1.2%	7.4%	0.8%	21.9%	13.5%	-5.2%	
中值		9.2	8.2	27.0	25.5	12.2%	13.1%	12.3%	13.6%	35.7%	28.3%	38.6%	
基础设施	Datadog	DDOG US	14.4	11.7	53.6	42.3	25.0%	22.0%	22.9%	27.4%	26.9%	28.0%	53.0%
	Dynatrace	DT US	8.0	6.9	27.1	23.0	16.9%	15.5%	16.4%	14.0%	29.5%	23.9%	40.8%
	Samsara	IOT US	15.8	12.8	153.2	102.8	32.1%	23.3%	23.2%	140.7%	10.3%	8.6%	40.7%
	Nutanix	NTNX US	5.6	5.0	25.8	20.6	14.4%	16.2%	13.3%	22.9%	21.8%	23.9%	38.2%
	Tyler	TYL US	10.7	9.7	40.0	34.5	9.3%	10.4%	10.6%	14.3%	26.7%	22.1%	31.5%
中值		10.7	9.7	40.0	34.5	16.9%	16.2%	16.4%	22.9%	26.7%	23.9%	40.7%	
数据云	Palantir	PLTR US	48.1	39.9	120.6	99.8	26.4%	24.7%	20.7%	36.4%	39.9%	37.5%	63.8%
	Snowflake	SNOW US	10.7	8.8	105.8	70.3	28.1%	23.2%	22.2%	24.5%	10.1%	24.8%	52.9%
	Descartes Systems	DSGX US	12.9	11.5	28.8	25.3	14.1%	11.5%	12.0%	14.5%	44.7%	32.1%	46.2%
	Elastic NV	ESTC US	5.9	5.1	37.7	28.5	14.8%	14.0%	14.6%	28.8%	15.6%	14.3%	29.2%
	Confluent	CFLT US	7.3	6.0	97.3	54.0	23.5%	21.6%	21.5%	NA	7.5%	0.8%	24.3%
	MongoDB	MDB US	7.1	6.0	51.2	39.5	17.4%	17.7%	19.4%	13.1%	13.9%	5.5%	22.9%
Oracle	ORCL US	8.5	7.4	16.2	14.0	8.9%	12.6%	13.7%	28.4%	52.2%	12.9%	21.9%	
中值		8.5	7.4	51.2	39.5	17.4%	17.7%	19.4%	26.5%	15.6%	14.3%	29.2%	
安全	CrowdStrike Holdings	CRWD US	17.1	14.1	67.7	51.1	28.6%	21.3%	21.8%	26.6%	25.3%	26.7%	55.3%
	Palo Alto Networks	PANW US	10.8	9.4	33.6	30.4	14.0%	15.4%	14.7%	14.9%	32.1%	37.8%	51.8%
	Zscaler	ZS US	8.3	6.9	32.5	25.9	21.6%	20.7%	20.2%	25.0%	25.6%	24.2%	45.8%
	Fortinet	FTNT US	10.7	9.5	31.4	27.6	11.1%	12.7%	12.9%	16.7%	34.1%	31.5%	42.6%
	Gen Digital	GEN US	6.1	5.9	10.2	9.6	2.9%	3.4%	3.1%	-1.8%	59.6%	31.3%	34.1%
	Rubrik	RBRK US	11.0	8.7	NA	NA	37.2%	28.8%	26.0%	NA	-19.8%	-4.9%	32.3%
中值		10.7	9.1	32.5	27.6	17.8%	18.1%	17.5%	16.7%	28.9%	29.0%	44.2%	

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 数据截至 2024 年 12 月 31 日; "40 法则"即收入增速+自由现金流比率, 综合衡量公司业务增速及盈利能力

免责声明及披露

分析员声明

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

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

招银国际环球市场投资评级

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

招银国际环球市场行业投资评级

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

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

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

重要披露

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

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

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

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

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

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

对于接收此份报告的美商投资者

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

对于在新加坡的收件人

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