

2017 年 06 月 23 日

# 龙头优势加剧/预计 H2 信息安全、 数据中心设备、AI 处于向上期

中性

——“5CAVE”（洞见）全球 TMT 产业链深度研究之五

## 相关研究

“启明星辰（002439）深度：产业竞争数据分析得出最佳标的！（算法系列之四暨“洞见”系列至四）”

2017 年 5 月 16 日

“爱美之心人皆有之，浅谈美图商业模式及背后的人工智能——“5CAVE（洞见）”全球 TMT 产业链深度研究之三”

2017 年 2 月 21 日

“2017H1 技术升级制约硬件，AI/教育/电子上游/光通信佳——“5CAVE”（洞见）全球 TMT 产业链深度研究之二”

2017 年 2 月 17 日

## 证券分析师

刘洋 A0230513050006  
liuyang2@swsresearch.com

## 研究支持

郭雅琦 A0230116120003  
guoyq@swsresearch.com  
王谋 A0230115080009  
wangmou@swsresearch.com  
顾晟 A0230115080008  
gusheng@swsresearch.com  
贾金健 A0230116080002  
jiajj@swsresearch.com

## 联系人

郭雅琦  
(8621)23297818×7400  
guoyq@swsresearch.com

## 本期投资提示：

- 本深度报告为 2 月 17 日发布的“2017H1 技术升级制约硬件，AI/教育/电子上游/光通信佳——“5CAVE”（洞见）全球 TMT 产业链深度研究之二”之续篇：扩充全球（美股、港股、台股、韩股等）TMT 重要公司至 30+ 家，就其季报、产业数据、财务与前瞻逐家分析，再根据它们产业链位置、竞争关系，得到相互佐证的产业结论，指导 A 股。
- 2016 年 11 月 TMT 统一研究框架比较了全球科技行业地缘优势，陈述了电子、通信、计算机与传媒互联网的产业链上下游关系。未来 3-5 年的创新包括：第三代化学物、7NM 工艺、EUV、新 MEMS、光通信、5G、物联网、人工智能（含 GPU）、新型娱乐等。此次报告主要结论如下：
  - 1) 电子的上游继续正反馈，激光也加入验证。海外半导体产业链 H1 设备厂商涨幅最佳，ASML、应用材料高增且全年指引强劲。基础硬件如 DRAM、NAND 继续涨价带来投资机会还会延续，尽管 17H2 产能得以释放，但是在 18H1 之前仍然供给紧张。此外激光设备厂商 Coherent FY2Q17 增长和指引乐观，下游需求持续旺盛，尤其是来自中国的微电子加工工业的需求，IPG 佐证。同时 LDG 验证 LCD 向 OLED 的迁移速度高于预期。
  - 2) 公有云竞争格局稳定，AWS、阿里云规模经济出现。我们判断将行业云服务嫁接到公有云平台将成为新增量，预计行业云在三年内将增长三倍。因而微软 Azure 等具备 B 端基因的厂商具备优势。参考 GE、西门子向行业云的转型，预计传统行业巨头对 IT 企业的并购潮将掀起，数量会超过 IT 企业之间的并购。
  - 3) 互联网下游（游戏、互联网广告、教育）行业集中度进一步提升，利于领军公司。佐证为：动视暴雪、腾讯、索尼（游戏）；脸书、阿里（互联网广告）；新东方、好未来（教育）。
  - 4) 预计人工智能 AI、数据中心、信息安全处于向上期。AI 佐证为：谷歌脸书广告变现效率提升、亚马逊扩大消费级 AI 生态圈（消费级）、Tesla；数据中心上游高增且可持续：Intel 数据中心部门 ASP 上涨、Nvidia 高增、AMD 拟推出高性能服务器处理器、AOI 指引；信息安全作证：Checkpoint、PANW 高增、Symantec 转型。
- 根据全球 TMT 产业链研究规律，推荐两类 A 股公司：1) 行业高增：启明星辰（安全）。2) 受益行业整合且市占率/排名上升：游戏优质龙头：完美世界、世纪华通、三七互娱等；华天科技、合力泰（市占率提升）；新大陆、久其软件等。



## 投资案件

### 投资评级与估值

根据全球 TMT 产业链研究规律，推荐两类 A 股公司：1) 行业高增：启明星辰（安全）。2) 受益行业整合且市占率/排名上升：游戏优质龙头：完美世界、世纪华通、三七互娱等；华天科技、合力泰（市占率提升）；新大陆、久其软件等。

### 关键假设点

所有公司财务数据有效。

### 有别于大众的认识

**研究方法的差别在跨市场产业链佐证：**将 30 家全球（美股、港股、台股、韩股等）TMT 公司季报、产业数据、前瞻逐家分析。再根据产业链位置、竞争，得到佐证的产业结论，指导 A 股。

**我们更乐观的产业：**人工智能 AI、信息安全、数据中心上游、OLED、半导体上游等。

### 股价表现的催化剂

相关结论的出货量、季报、月度经营数据等都可能是验证催化剂。

### 核心假设风险

竞争格局出现变化引发的连锁反应。

## 目录

<b>1.龙头优势加剧，预计 H2 信息安全、数据中心上游、AI 处于向上期 .....</b>	<b>9</b>
<b>2.重点跟踪的海外公司 2017 年一季报点评及下半年指引 ...</b>	<b>12</b>
2.1 Applied Material(应用材料, AMAT.O): 连续四季度创新盈利新高, 17H2 持续乐观 .....	12
2.2 ASML(阿斯麦, ASML.O): 订单再次佐证下游复苏, 预计全年高增长 .....	13
2.3 Coherent(相干公司, COHR.O): 单季营业收入 4.23 亿美元, 同比增 111.54%, 环比增 22.18% .....	14
2.4 Qualcomm (高通, QCOM.O): 手机芯片布局进一步完善, 预期全年市场份额提升, 但诉讼、反垄断风险仍存在 .....	15
2.5 Broadcom (博通, AVGO.O): 受安化高购并博通影响, 业绩同比大增 .....	18
2.6 AMD (超微半导体, AMD.O): 全年保持中两位数增长, 但仍难以撼动行业霸主 .....	19
2.7 Nvidia(英伟达, NVDA.O): 增长超出华尔街平均预期, 二季度指引强劲 .....	21
2.8 SK Hynix (海力士, 000660.KS): 受益于 DRAM 和 NAND 涨价, 一季度业绩创历史次高 .....	22
2.9 Intel (英特尔, INTC.O): CCG 部门成长性未见实质改善, 加速布局智能驾驶 .....	24
2.10 SAMSUNG(三星, 005930.KS): DRAM、NAND 推动全年增长保持乐观, 资本支出扩大验证技术升级大年 .....	27
2.11 TSMC(台积电, 2330.TW): 市值超越 Intel, 加快先进制程研发避免客户流失, 短期业绩受智能手机下滑影响 .....	29
2.12 MediaTek (联发科, 2454.TW): 高端芯片出货问题难解, 毛利率持续下滑至 33.50%, 17 年或遭遇滑铁卢 .....	31
2.13 SMIC (中芯国际, 0981.HK): 全年预期较弱, 重点发力扩大产能与 28nm 制程追赶 .....	32
2.14 ASE (日月光, 2311.TW): 1Q17 汇损持续影响, 净利润创新低 .....	35
2.15 LG Display (LGD): 向 OLED 的迁移速度高于预期, 2017 面板继续维持乐观! .....	36
2.16 Amazon (亚马逊, AMZN.O): AWS 贡献主要利润但增速放缓,	

国际业务仍需高投入，利润承压.....	38
2.17 IBM (IBM.N): 新核心业务占比提升，转型完成尚无时间.....	40
2.18 Alibaba (BABA.N): Q4 财季收入同比增长 60%超预期，后续成长更多依赖电商业务外延并购和新业务扩张。.....	43
2.19 Alphabet (谷歌,GOOG.O): Q1 业绩超预期，重点发力人工智能.....	46
2.20 Microsoft (微软,MSFT.O): 季报略低于预期，但 Azure 继续维持高增长态势.....	49
2.21 Symantec (赛门铁克, SYMC.O): 17 财年历经转型阵痛，未来专注网络安全.....	51
2.22 Check point (CHKP.O): 延续超预期的表现，加码移动端投入.....	53
2.23 Palo Alto Networks (PANW.N): 订阅收入继续高增，成本增速放缓.....	55
2.24 Apple (苹果, AAPL.O): iPhone 之外的增长第二极仍有待观察，积极布局 AI 与 AR 生态平台.....	57
2.25 Baidu (百度, BIDU.O): 不再是互联网公司，而是一家人工智能公司.....	59
2.26 JD (京东, JD.O): Non-GAAP 下 1Q17 净利润超 16 全年，规模效应凸显.....	61
2.27 Facebook (FB.O): Q1 日活用户和净利润增长均超预期，预期全年表现强劲。.....	64
2.28 Netflix (奈飞, NFLX.O): Q1 净利润同比增长 536%但流媒体投入尚未体现规模优势，.....	66
2.29 CISCO SYSTEMS (思科, CSCO.O): Q3 营收表现平淡，Q4 指引营收进一步下滑.....	69
2.30 TESLA (特斯拉, TSLA.O): 1Q17 收入创单季最高，2017-2018 成实现盈亏平衡关键时点.....	70
<b>3. 两种策略指导 A 股投资.....</b>	<b>72</b>

## 图表目录

表 1: 前五大巨头贡献了纳指过半涨幅.....	9
表 3:ASML 财务简述 (单位: USD/百万元, %) .....	13
表 4:Coherent 财务简述 (单位: USD/百万元, %) .....	15
表 5: Qualcomm 财务简述 (单位: USD/百万元, %) .....	17
表 6:Broadcom 财务简述 (单位: USD/百万元, %) .....	18
表 7:AMD 财务简述 (单位: USD/百万元, %) .....	20
表 8:Nvidia 财务简述 (单位: USD/百万元, %) .....	22
表 9:DRAM 合约价趋势 (单位: 美元) .....	23
表 10:SK Hynix 财务简述 (单位: USD/百万元, %) .....	23
表 11: Intel 财务简述 (单位: USD/百万元, %) .....	26
表 12:SAMSUNG 财务简述 (单位: USD/百万元, %) .....	28
表 13:TSMC 财务简述 (单位: USD/百万元, %) .....	30
表 14:MTK 财务简述 (单位: USD/百万元, %) .....	32
表 15:SMIC 财务简述 (单位: USD/百万元, %) .....	34
表 16:ASE 财务简述 (单位: USD/百万元, %) .....	35
表 17:LGD 4Q16 整体 ASP 环比增长 15.7% .....	36
表 18:LGD 财务简述 (单位: USD/百万元, %) .....	37
表 19:亚马逊 财务简述 (单位: USD/百万元, %) .....	40
表 20:IBM 财务简述 (单位: USD/百万元, %) .....	42
表 21:阿里财务简述 (单位: USD/百万元, %) .....	45
表 22: Alphabet 财务简述 (单位: USD/百万元, %) .....	48
表 23:微软 Q3 Financial Summary .....	49
表 24:微软 各项业务净收入同比增长率 (单位%) .....	49
表 25:财务简述 (单位: USD/百万元, %) .....	50
表 26: Results for the Fourth quarter of fiscal year 2017 .....	51
表 27:赛门铁克 2018 年第一财季盈利预测 .....	52
表 28:赛门铁克 财务简述 (单位: USD/百万元, %) .....	52
表 29:Check Point 在 UTM 和防火墙安全一体机全球收入排名第二, 2016 年 PAN 份额	

有所提升.....	53
表 30:Check Point 财务简述（单位：USD/百万元，%） .....	54
表 31:Palo Alto Networks 订阅收入仍保持 50%以上增长.....	55
表 32: Palo Alto Networks 财务简述（单位：USD/百万元，%） .....	56
表 33:苹果 季报收入拆分，服务收入比重提升 .....	57
表 34:1Q17 成本同比增长 22%.....	60
表 35:百度财务简述（单位：USD/百万元，%） .....	60
表 36:京东 1Q17 成本控制得当，规模效益体现.....	62
表 37:京东财务简述（单位：USD/百万元，%） .....	63
表 38: Facebook 财务简述（单位：USD/百万元，%） .....	66
表 39: Netflix 财务简述（单位：USD/百万元，%） .....	68
表 40:思科财务简述（单位：USD/百万元，%） .....	69
表 41:特斯拉 Q1 营收同比增长 134.7%，环比增长 18%.....	70
表 42:特斯拉财务简述（单位：USD/百万元，%） .....	71
表 43:行业重点公司估值表.....	72
图 1: 2017H1 全球产业链观察.....	10
图 2: 2016 年 IoT 袭击统计，中国位列首位 .....	11
图 3: 中国信息安全未来三年复合增长率领先全球 .....	11
图 4: 应用材料业务分析.....	12
图 5: 应用材料各部门营业利润率（单位：%） .....	12
图 6: 与苹果诉讼争端升级，QualcommFY3Q17 业绩不确定性大 .....	16
图 7: Qualcomm 预计 2017 年 3/4G 设备出货量增速为 3~9%.....	17
图 8: SK Hynix 主营收入以 DRAM 和 NAND 为主 .....	23
图 9: 英特尔 2021 年目标 TAM 为 220B，为当前 45B 的近 5 倍 .....	24
图 10: Intel 14nm 等于三星 10nm: 领先整整三年.....	25
图 11: 三星 内存业务助力 DS 部门营收同比增 33%.....	27
图 12: 台积电 28nm 及以上制程贡献 56%营收.....	29
图 13: 联发科 高端芯片出货问题难解，毛利率和净利率提升困难.....	31



图 14: 中芯国际 1Q17 符合指引, EBITDA 创历史新高 .....	33
图 15: 中芯国际 8 inch 晶圆厂产能利用率接近 100% .....	33
图 16: 中芯国际 2Q17 指引继续平淡 .....	34
图 17: AWS Q1 利润贡献率上升至 89% .....	38
图 18: AWS 季度收入增速放缓 .....	38
图 19: AWS 历史上 59 次降价的时间分布 .....	38
图 20:: 2016 年 AWS 单位面积收入同比上升了近 28% .....	39
图 21: 近五年来 IBM 季度收入连续下滑 .....	41
图 22: IBM 各业务部门 1Q17 收入同比均下降 .....	41
图 23: IBM 云业务占比逐年提升 .....	41
图 24: 基于庞大基数之上, 阿里本财季营收增长仍大超预期 .....	43
图 25: 阿里云季度收入数据 .....	44
图 26: 阿里云季度付费用户数据 .....	44
图 27: 阿里云规模经济已有所体现 .....	44
图 28: 公司 17Q1 收入继续超预期 (单位: 百万美元) .....	46
图 29: 本季度 Paid clicks 创下增长率新高 .....	46
图 30: cost-per-click 连续下降幅度下降 .....	46
图 31: 公司 Other Bets 收入 .....	47
图 32: check point 营收增长平稳, 订阅收入高增 .....	54
图 33: Palo Alto Networks 销售费用同比放缓 .....	55
图 34: Q1 iPhone 销量处在周期尾部 .....	57
图 35: online marketing services 恢复增长拐点出现 .....	59
图 36: 京东 Q1 交易总额超预期, 同比增长 42.38% .....	61
图 37: 京东 Core GMV Mix (自营平台 VS 第三方平台) .....	63
图 38: Facebook 公司季度收入分拆 (单位: 百万美元) .....	64
图 39: Facebook 全球用户 ARPU 值 .....	65
图 40: Facebook 北美用户 ARPU 值 .....	65
图 41: Facebook 单一平台日活用户仍保持增长 .....	65
图 42: Netflix 2017Q1 国际用户净增加数首次出现同比下降 .....	67
图 43: Netflix 流媒体内容投入的规模效应尚未显现 .....	67

**图 44：特斯拉运营亏损环比收窄 ..... 71**



## 1. 龙头优势加剧，预计 H2 信息安全、数据中心上游、AI 处于向上期

2017 年起科技股成为美股上涨的领头羊，而其中科技巨头的持续上涨，盖过一连串疲弱的经济数据带来的压力，并推动纳斯达克指数创下纪录新高。截止 5 月 15 日，纳斯达克指数今年已上涨 13.41%，其中前五权重股（在纳指的比重占 42%）贡献了过半的涨幅。

表 1：前五大巨头贡献了纳指过半涨幅

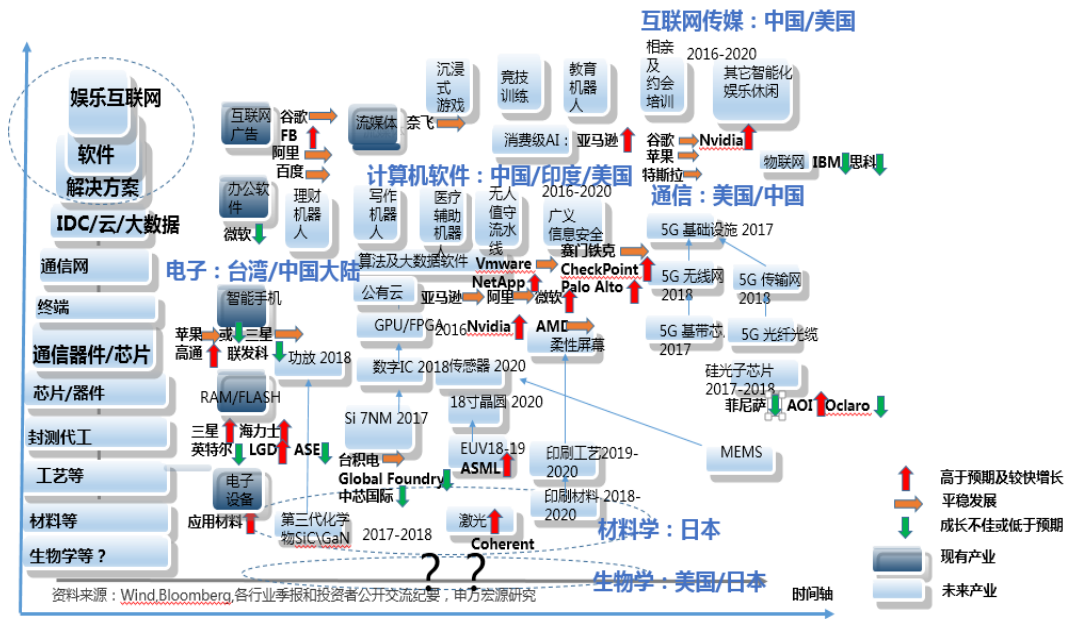
巨头	市值（亿美元）		贡献比例
	2017/1/1	2017/5/15	
苹果公司 (APPLE)	6175.88	7986.56	17%
谷歌 (ALPHABET)	5390.68	6762.44	13%
微软公司 (MICROSOFT)	4831.60	5412.08	5%
亚马逊 (AMAZON)	3563.13	4760.40	11%
FACEBOOK	3315.93	4391.61	10%
合计			55%

资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

一方面，特朗普政府的改革和经济刺激计划——从减税、放宽金融监管到增加基建开支等一系列政策前景，推动了资本市场的乐观情绪。为吸引美国公司在海外囤积的资金回流，特朗普政府曾表示将推动大幅度税改。4 月 26 日白宫公布的税改方案显示，将对美国公司在海外持有的资金征收一次性税。根据 Capital Economics 去年发布的数据，微软、苹果、Alphabet、思科四家合计就有约 3700 亿美金位于海外。参考 2004 年美国税收优惠曾吸引高达 3,620 亿美元海外留存资金回流美国，占 2004 年美国海外留存利润总额 8,040 亿美元的 37.2%，且其中有很大一部分被用来增加分红和股票回购。因而此次税改计划带来的巨头海外资金回购股票预期使得投资者的信心得到提振。此外，对经济弱复苏的预期致使基金扎堆大盘股。

另一方面，科技股 2017Q1 业绩普遍超预期，尤其行业龙头公司的强劲业绩是支撑股价的坚实依据。我们将在本报告的第二部分逐一论述 TMT 产业链上 27 家龙头公司的业绩及 2017H2 指引。由于业绩的强劲支撑，目前纳斯达克前五权重股（不包括亚马逊）的市盈率仅为 2X 倍。

图 1：2017H1 全球产业链观察



资料来源：公司季报，财报电话会议，申万宏源研究

其次，在我们编制的股价模型中可以观察到，剔除由上述几大巨头主导的板块，2017H1 TMT 主要板块走势分化明显，龙头公司均在各自的行业中取得了相对收益，并且龙头公司的估值有了明显的提升。我们在 2 月份发布的报告《2017H1 技术升级制约硬件，AI/安全/教育/电子上游/光通信佳——“5CAVE（洞见）”全球 TMT 产业链深度研究之二》中的预判得到验证，马太效应在 2017H1 进一步发酵。我们对下半年的主要判断是：

1) 受供需关系影响，17H2 DRAM、NAND 是确定性机会。三星、海力士指引验证，受供需关系影响的 DRAM 价格上涨还将持续。DRAM 的需求主要来自智能手机的升级，数据中心建设；DRAM 供给主要受产品升级，产能转移影响，2017 仍将吃紧。同时，3 月初，三星 18 nm 制程生产的 8Gb DRAM 模组出现问题决定回收，使得 PC DRAM 缺货更为严重，预计 2017 年第二季度 DRAM 将再掀涨势。NAND 方面，智能手机存储升级，固态硬盘成长爆发，带动 NAND 需求扩大；供给方面，3D NAND 产能释放预计至少在 17H2，供给仍然紧张。NAND Flash 市场持续看好，三星最快于第二季取代英特尔成为全球半导体龙头。

2) 电子上游继续正反馈，激光也加入验证。在我们的股价模型中，设备厂商（应用材料、ASML、Tokyo Electron、Lam Research 和 KLA-Tencor）成为 H1 整个半导体领域最强势的产业链环节。此外激光设备厂商 Coherent FY2017 增长和指引乐观，下游需求持续旺盛，尤其是来自中国的微电子加工业的需求，IPG 佐证。同时 LDG 验证 LCD 向 OLED 的迁移速度高于预期。

3) 公有云竞争格局稳定，AWS、阿里云规模经济出现。我们判断将行业云服务嫁接到公有云平台将成为新增量，预计行业云在三年内将增长三倍。因而微软 Azure 等具备 B 端基因的厂商具备优势。参考 GE、西门子向行业云的转型，预计传统行业巨头对 IT 企业的并购潮将掀起，数量会超过 IT 企业之间的并购。

4) 游戏、互联网广告、教育行业集中度进一步提升，利于领军公司。佐证为：动视暴雪、腾讯、索尼（游戏）；脸书、阿里（互联网广告）；新东方、好未来（教育）。

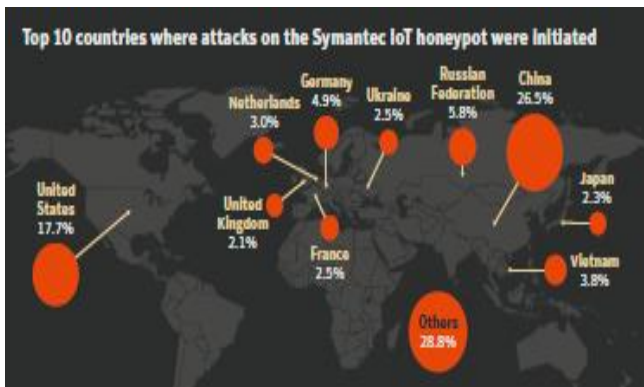
5) 预计人工智能 AI、数据中心设备、信息安全处于向上期。

AI 佐证为：谷歌脸书广告变现效率提升、亚马逊扩大消费级 AI 生态圈（消费级）、Tesla；

数据中心上游高增且可持续：Intel 数据中心部门 ASP 上涨、Nvidia 高增、AMD 拟推出高性能服务器处理器、A01 指引，中长期看台积电 InFO 封装预期 2018-2019 年将大量应用于 HPC；；

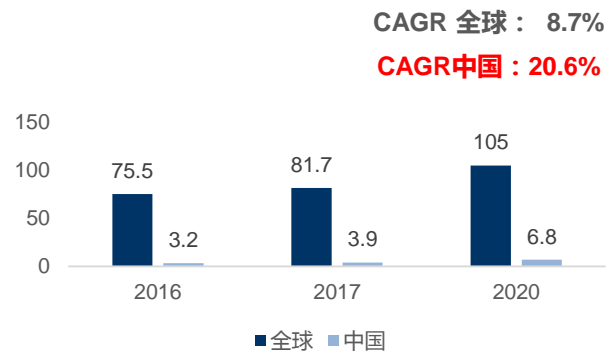
信息安全作证：Checkpoint、PANW 高增、Symantec 转型。长期以来中国企业 IT 安全投入严重滞后，我们认为中国安全龙头厂商面对的竞争环境相对更好，收入增长空间更大，可参考美国的产业路径。

图 2：2016 年 IoT 袭击统计，中国位列首位



资料来源：申万宏源研究

图 3：中国信息安全未来三年复合增长率领先全球



资料来源：IDC 中国 IT 安全市场预测 2016-2020，申万宏源研究

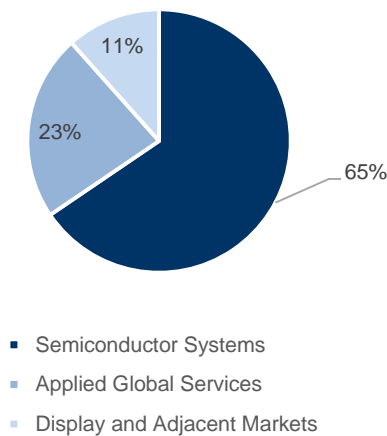
6) 半导体巨头大额并购频发，加速布局智能驾驶。高通 470 亿美元收购恩智浦半导体（简称 NXP）1Q17 已取得美国反垄断机构的许可，英特尔 1Q17 宣布以 63.54 美元/股的价格现金收购以色列科技巨头 Mobileye。另外，ASML、台积电、英伟达等在法说会中均表示对智能驾驶前景表示乐观。

## 2.重点跟踪的海外公司 2017 年一季报点评及下半年指引

### 2.1 Applied Material(应用材料, AMAT.O): 连续四季度创新盈利新高, 17H2 持续乐观

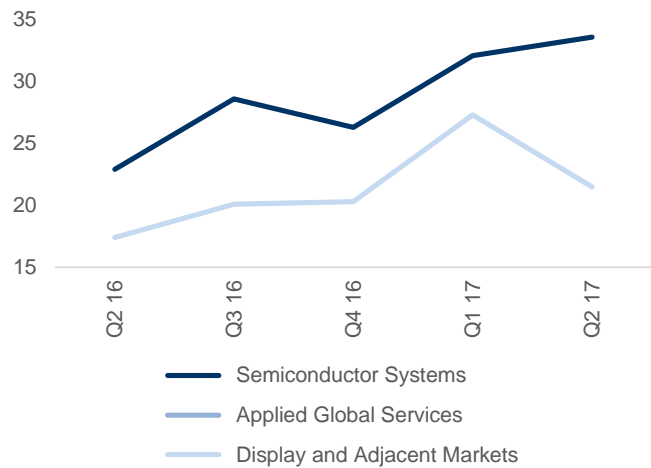
应用材料是全球最大的半导体设备制造商, 其主要客户为全球领先的半导体制造和晶圆代工厂。2016 财年收入贡献超过 10% 的客户根据占比依次为台积电、三星电子、美光、英特尔。

图 4: 应用材料业务分拆



资料来源: 公司季报, 申万宏源研究

图 5: 应用材料各部门营业利润率 (单位: %)



资料来源: 公司季报, 申万宏源研究

2017 年 5 月 18 日, 应用材料公司公布了其截止于 2017 年 4 月 30 日的 2017 财年第二季度财务报告。与上年同期相比, 应用材料公司实现总订单额增长 86% 至 42.4 亿美元, 净销售额攀升 45% 至 35.5 亿美元。该季度录得营业收入 35.46 亿美元, 同比增长 44.73%; 盈利 8.24 亿美元, 同比增长 157.50%。

公司本季整体毛利率为 45.1%, 提高 4.1 个百分点。营业利润率为 26.5%, 同比增加 9.2 个百分点, 主要原因是 Semiconductor Systems 部门营业利润率连续四个季度大幅提升, 相比去年同期提高了 46.7%。

本财季应用材料公司的营收和净利润再次实现历史最高水平, 且已连续四个季度创下盈利历史新高。保持并进一步巩固了市场领导地位, 市场份额不断提升, 增长速度持续高于行业平均水平。实现经营活动现金流 8.98 亿美元, 通过派发股利及股票回购共计向股东返还 3.9 亿美元。

Q3 指引继续乐观，公司预计净销售额在 36.0 至 37.5 亿美元之间，中位数同比增长约 30%。非 GAAP 下 EPS 中位数增长 66%至（\$0.79，\$0.87）。全年看，公司营运展望看俏，除半导体设备支出扩张外，中国积极扩充半导体产能也是释放强劲需求。

## 2.2 ASML(阿斯麦,ASML.O): 订单再次佐证下游复苏, 预计全年高增长

**1Q17 营业收入 19.43 亿欧元，同比增 45%。**一季度营收 19.43 亿欧元，毛利率 47.6%，超指引高标，主要是由于高端设备销售增长。从增速来看，尽管 2016 年一季度基础数据较差，但是这个增幅仍然较大，是 ASML 历史最大季度收入增幅。

**增长是预期内，预期差来自增长幅度。**虽然 ASML 通常略高于其指引，但在第一季度，其营收增长幅度相对强劲地超过其 4Q16 指引。复苏的部分主要涉及高端 ArF 浸没机，包括销往内存芯片制造商和大型代工厂。这也佐证了芯片市场改善是预期内，但是改善的幅度超出预期。

**EUV 未出货订单已累积到 21 台，库存创下持续创新高，达到 45 亿欧元。**EUV 极紫外光刻系统正进入量产阶段，订单持续涌入，目前的未出货订单已累积到 21 台。在未来几个季度，EUV 系统的贡献将保持相对较小，但鉴于 EUV 现在占库存的一半以上（21 台，价值约为 23 亿欧元），长期来看，EUV 将助力公司销售收入增长。订单和库存的数据也再次佐证了我们前期的观点，逻辑晶圆与存储晶圆都在 2017 年需求强劲，预计 2017 全年保持高增长。

表 2: ASML 财务简述 (单位: USD/百万元, %)

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	6967.4	7780.0	6979.0	7520.6
同比 (%)		11.66%	-10.30%	7.76%
营业利润	1392.0	1703.4	1737.3	1834.8
同比 (%)		22.37%	1.99%	5.61%
净利润	1348.9	1589.7	1539.8	1629.1
同比 (%)		17.85%	-3.14%	5.80%
EBIT	1392.0	1703.4	1737.3	1834.8
EBITDA	1695.9	2041.7	2066.8	2229.9
总资产	15876.3	14766.8	14446.4	18147.1
总负债	6330.9	5676.5	5331.1	7789.5
普通股权益	9545.3	9090.2	9115.3	10357.7
股东权益合计	9545.3	9090.2	9115.3	10357.7
经营活动现金流量	1400.3	1362.0	2248.4	1843.9
投资活动现金流量	-489.3	-21.5	-1287.5	-3529.1
资本支出	-280.0	-476.0	-412.7	-350.1
筹资活动现金流量	-163.0	-1222.5	-917.3	2181.3

现金净流量	1120.3	886.0	1835.7	1493.7
销售毛利率(%)	41.51%	44.33%	46.06%	44.81%
销售净利率(%)	19.36%	20.43%	22.06%	21.66%
EBIT Margin(%)	19.98%	21.90%	24.89%	24.40%
EBITDA Margin(%)	24.34%	26.24%	29.62%	29.65%
ROE(摊薄)(%)	14.13%	17.49%	16.89%	15.73%
ROA(%)	19.36%	20.43%	22.06%	21.66%
资产负债率(%)	39.88%	38.44%	36.90%	42.92%
资产周转率(倍)	43.89%	52.69%	48.31%	41.44%
流动比率	2.4	2.5	2.5	2.6
速动比率	1.4	1.4	1.4	1.6

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.3 Coherent(相干公司, COHR.O): 单季营业收入 4.23 亿美元, 同比增 111.54%, 环比增 22.18%

相干公司成立于 1966 年, 是世界第一大激光器及相关光电子产品生产商, 且去年收购 ROFIN 后, 业绩大幅领先另一家激光设备生产厂商 IPG (IPGP US), 后者是全球最大的光纤激光制造商。

**单季度营收三位数高增, 股价今年以来涨幅接近 100%。**Rofin 自 2016 年 11 月 7 日起并表, 公司 FY2Q17 营收 4.23 亿美元, 同比增 111.54%, 环比增 22.18%。毛利 1.80 亿元, 同比增 102.62%。净利润 4184 万美元, 同比增 135.34%。公司 CEO 说明, FY2Q17 市场需求持续旺盛, 尤其是来自中国的微电子加工业的需求。受益市场需求旺盛, 公司营收将持续走强。

**中国微电子加工业需求旺盛, 成为公司业务增长最快的市场。**FY2Q17 是 ROFIN 合并报表的第一个完整季度, 其中绝大多数被纳入 ILS 部门的材料加工市场。FY2Q17 市场收入组合为微电子 49.9%, 材料加工 30.1%, OEM 组件和仪器仪表 13%, 科技政府 7%。微电子部门占比的提升源自客户正在扩大产能以占据第一波 OLED 应用的份额——市场认为机发光显示器 OLED 将会完全取代液晶显示器 LCD。从地区分布来看, 亚洲地区在财政第二季度占营收的 59%; 美国 19%; 欧洲 18%; 世界其他地方, 4%。**2016 年, 全球激光器市场增长 6.8%, 中国地区因为制造业的需求该市场增长了 20%。**另一家激光设备厂商 IPG 去年在中国业务增长也高达 89%。再次验证了中国激光产业链的 2017 年的成长性。

**指引营收增速下滑, FY2Q17 收入预计将在 4.5 亿美元到 4.7 亿美元之间。**预计 FY2Q17non-GAAP 毛利率将在 47%至 50%之间。非美国通用会计准则毛利润不包括无形资产摊销约 1130 万美元, 盘存阶段摊销约为 480 万美元, 股票补偿费估计为 70 万美元。non-GAAP 营业利润率预计将在 27%至 30%的范围内。其他收入和费用估计为 800 万至 900 万美元的费用, 主要涉及利息费用和债务发行费用的摊销。



表 3:Coherent 财务简述 (单位: USD/百万元, %)

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	810.1	794.6	802.5	857.4
同比(%)		-1.91%	0.98%	6.84%
营业利润	84.9	76.9	100.7	127.6
同比(%)		-9.46%	31.07%	26.67%
净利润	66.4	59.1	76.4	87.5
同比(%)		-10.92%	29.27%	14.52%
EBIT	84.9	76.9	100.7	127.6
EBITDA	121.0	113.1	133.8	162.0
总资产	966.5	999.4	968.9	1161.1
总负债	208.0	179.7	172.5	250.3
普通股权益	758.5	819.6	796.4	910.8
股东权益合计	758.5	819.6	796.4	910.8
经营活动现金流量	115.5	91.4	124.5	105.3
投资活动现金流量	-70.7	-109.8	3.2	103.4
资本支出	-22.0	-23.4	-22.2	-49.3
筹资活动现金流量	-2.2	-0.8	-88.2	15.0
现金净流量	93.5	68.0	102.3	56.0
销售毛利率(%)	39.78%	39.44%	41.80%	44.48%
销售净利率(%)	8.19%	7.44%	9.52%	10.21%
EBIT Margin(%)	10.48%	9.67%	12.55%	14.88%
EBITDA Margin(%)	14.94%	14.23%	16.67%	18.89%
ROE(摊薄)(%)	8.75%	7.21%	9.59%	9.61%
ROA(%)	8.19%	7.44%	9.52%	10.21%
资产负债率(%)	21.52%	17.98%	17.81%	21.56%
资产周转率(倍)	83.82%	79.51%	82.82%	73.84%
流动比率	4.3	5.8	5.3	4.0
速动比率	2.7	3.9	3.8	2.8

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.4 Qualcomm (高通, QCOM.O): 手机芯片布局进一步完善, 预期全年市场份额提升, 但诉讼、反垄断风险仍存在

扣除黑莓诉讼退还 8.15 亿美元专利费影响, FY2Q17 营收好于预期, 。调整前, FY2Q17 营收 50.16 亿美元, 同比降 9.64%, GAAP 净利润 7.49 亿美元, 同比减 35.65%; 调整后, 销售收入同比增 8%, 营业利润同比增 18%。主要是公司在高端手机市场的竞争力增强, 尤其是在中国高端手机市场的竞争力。骁龙 820/821 基本是旗舰机首选: 三星 S7、小米 Mix 等。报告期内推出的骁龙 835, 已有多品牌的旗舰机型宣布使用: 三星 Galaxy S8 和 S8 +, 索尼 Xperia XZ Premium 和小米 Mi6 等。今年高通将形成骁龙 835 主打高端市场, 骁龙 660、



骁龙 635 布局中高端、中端市场，骁龙 435 主打低端市场，近日更传出其将推出主打超低端市场的骁龙 205，产品布局更为完善。市场对高通今年的发展给出颇为乐观的预测——有望达到 65% 的市场份额。

智能驾驶方面 2016 年 CES，高通推出了汽车版的骁龙 820A 处理器，其性能与移动版骁龙 820 相当，使用了 14nm FinFET 工艺，64 位 Kryo 四核 CPU 和 Adreno 530 GPU，并且还拥有 LTE 连接模块。与高通在 2014 年发布的骁龙 602A 相比，820A 拥有更强大的计算能力，并且可以支持接入摄像头、雷达等更多数据写入，还支持多屏显示，包括数字仪表盘、中控屏，以及后排乘客娱乐系统，同时支持 4k 分辨率显示。

**FY3Q17 指引方面，高通预估 FY3Q17 营收将介于 53 亿-61 亿美元。**Non-GAAP 稀释 EPS0.9-1.15 美元。高通总裁 Derek Aberle 表示，第 3 季财测范围大于正常水准，是预先反映苹果可能向其代工厂施压，要求代工厂在第 3 季拒绝向高通支付全额专利费税。

**诉讼和反垄断调查依然是主要风险点。**除了与黑莓的诉讼，公司与苹果的诉讼纠纷还在不算升级中。苹果在 16 年起诉高通收取 10 亿美元不合理的专利费用，存在行业恶性竞争、行业垄断行为。公司在 17 年 4 月份进行回应，反诉苹果五宗罪，并直言苹果无非就是想通过自身的巨大影响力，迫使高通接受不合理的专利授权协议。苹果通过制造商施压高通，前者供应商减少了合约上应该支付给高通的款项，差额将近十亿美元。另外，公司与韩国、美国联邦贸易委员会、欧盟委员会和台湾 TFTC 的反垄断诉讼正在调查中。

图 6：与苹果诉讼争端升级，QualcommFY3Q17 业绩不确定性大

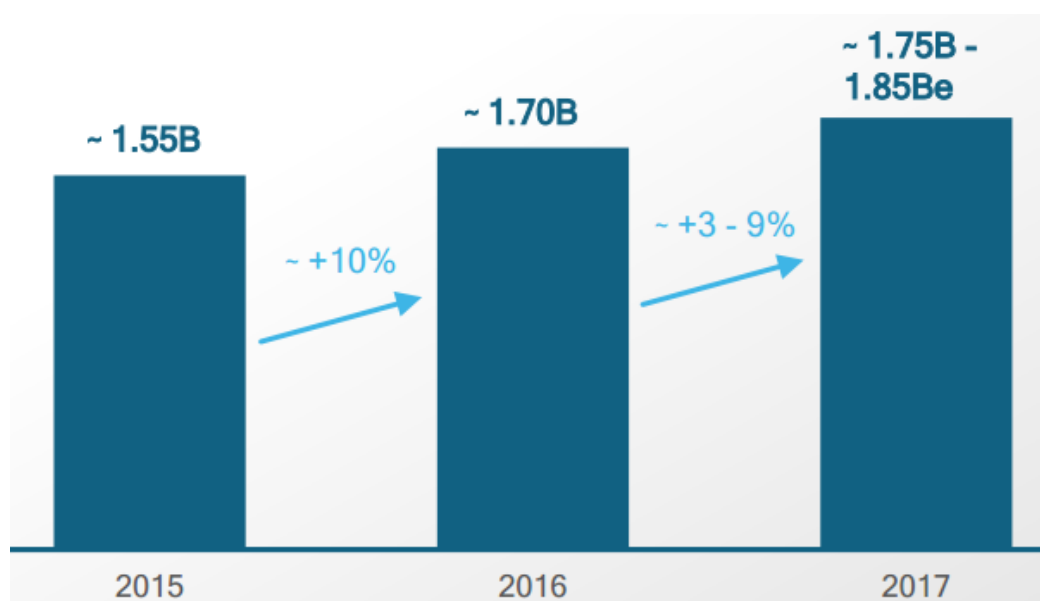
Third Fiscal Quarter	Q3'16 Results	Current Guidance Q3'17 Estimates
Revenues	\$6.0B	\$5.3B - \$6.1B
Year-over-year change		decrease 12% - increase 1%
GAAP diluted EPS	\$0.97	\$0.67 - \$0.92
Year-over-year change		decrease 31% - 5%
Less diluted EPS attributable to QSI	\$0.00	\$0.02
Less diluted EPS attributable to share-based compensation	(\$0.13)	(\$0.13)
Less diluted EPS attributable to other items <sup>(1)</sup>	(\$0.06)	(\$0.12)
Non-GAAP diluted EPS	\$1.16	\$0.90 - \$1.15
Year-over-year change		decrease 22% - 1%

资料来源：Wind, Bloomberg, Qualcomm 业绩说明会公开，申万宏源研究

**470 亿美元收购恩智浦半导体（简称 NXP）已取得美国反垄断机构的许可，但是整合风险依然存在。**2016 年 10 月，高通就宣布将以 110 美元（溢价 11.5%）每股的价格，收购恩智浦已发行的全部股票，全部以现金支付，试图进军汽车芯片领域。一季度，方案取得美国反垄断机构许可，但 6 月初外媒报道欧盟开始对该交易进行调查，在欧盟启动反垄断调查之后，欧盟将有 90 天的时间对这一交易展开更深入的调查，而 10 月 17 日之前作出最终决定。。整合风险依然存在，原因有三。其一，2015 年 3 月，恩智浦半导体也刚刚宣布以 118 亿美元收购飞思卡尔半导体。虽然交易已经完成，但整合工作仍在进行中。其二，恩智浦半导体用于自己的半导体制造工厂，而这正是高通所忌讳的。一直以来，高通都将芯片

制造任务外包给第三方。其三，恩智浦半导体许多工厂的制造技术已经落伍，无法轻松地适应高通的芯片设计。恩智浦半导体拥有约 44000 名员工，而高通只有 33000 名。

图 7: Qualcomm 预计 2017 年 3/4G 设备出货量增速为 3~9%



资料来源：Wind, Bloomberg, Qualcomm 业绩说明会公开，申万宏源研究

表 4: Qualcomm 财务简述 (单位: USD/百万元, %)

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	24866	26487	25281	23554
同比 (%)		6.52%	-4.55%	-6.83%
营业利润	7230	7550	5776	6495
同比 (%)		4.43%	-23.50%	12.45%
净利润	6853	7967	5271	5705
同比 (%)		16.26%	-33.84%	8.23%
EBIT	7230	7550	5776	6495
EBITDA	8247	8700	6990	7923
总资产	45516	48574	50796	52359
总负债	9429	9408	19382	20591
普通股权益	36088	39169	31421	31778
股东权益合计	36087	39166	31414	31768
经营活动现金流量	8778	8887	5506	7400
投资活动现金流量	-1578	-1639	-3572	-3488
资本支出	-1048	-1185	-994	-539
筹资活动现金流量	-4865	-5483	-2281	-5526
现金净流量	7730	7702	4512	6861
销售毛利率 (%)	60.51%	59.66%	58.95%	58.61%
销售净利率 (%)	27.56%	30.08%	20.85%	24.22%
EBIT Margin (%)	29.08%	28.50%	22.85%	27.57%
EBITDA Margin (%)	33.17%	32.85%	27.65%	33.64%
ROE (摊薄) (%)	18.99%	20.34%	16.78%	17.96%

ROA (%)	27.56%	30.08%	20.85%	24.22%
资产负债率 (%)	20.72%	19.37%	38.16%	39.33%
资产周转率 (倍)	54.63%	54.53%	49.77%	44.99%
流动比率	3.8	3.7	3.6	3.1
速动比率	3.3	3.3	3.2	2.9

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.5 Broadcom (博通, AVGO.O): 受安化高购并博通影响, 业绩同比大增

**受安化高购并博通影响, 业绩同比大增。** FY1Q17 (截至 2017 年 1 月 31 日) Broadcom 实现销售额 41.39 亿美元 (gaap), 比上季度的 41.36 亿略高, 同比增 134% (受安化高购并博通影响)。本季度的毛利率 48.3%, FY4Q16 是 52.5%。主营业务利润 5.06 亿美元, 环比增 32.81%。按业务划分, 有线业务 20.84 亿美元, 环比基本持平。无线业务 11.75 亿美元, 上季度 13.46 亿。企业存储业务本季度 7.07 亿美元, 上季度 5.61 亿美元。工业及其他产品业务本季度 1.73 亿, 上季度 1.55 亿, 一年前 1.29 亿美元。

**经营获得现金 13.53 亿美元, 远高于净利润水平。** 其中, 折旧与摊销同比增 356.56%, 达 11.14 亿美元, 主要系并购影响。投资活动现金流为-3.19 亿美元, 主要用于固定资产和无形资产收购。融资活动现金流为-5.95 亿美元, 其中, 4.31 亿美元用于支付股利, 1.18 亿美元用于支付债券利息。

**FY2017Q2 及全年指引中性, 收购博科将于 FY2017Q3 完成。** 在 2017 财政年度, 预计资本支出约为 12 亿美元的高位, 其中大约 5 亿美元用于园区建设 (主要在尔湾和圣荷西地区); 约 2 亿美元用于购买测试设备。净收入预计为 41 亿美元 (non-gaap, 本部分下同), 上下浮动 7500 万美元。毛利率预计为 62%, 上下浮动 1 个百分点。营业费用估计约为 7.89 亿美元。预计税收约为 7400 万美元。净利息支出等预计约为 1.06 亿美元。稀释股数预测为 452 万股。股权激励费用约为 2.23 亿美元。资本支出约为 2.9 亿美元。同时, 董事会已经宣布在第二季度以后支付每股 1.02 美元的股息。预计将在 2017 财年第三季度完成对博科的收购交易。

表 5: Broadcom 财务简述 (单位: USD/百万元, %)

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	2520	4269	6824	13240
同比 (%)		69.40%	59.85%	94.02%
营业利润	552	438	1632	-409
同比 (%)		-20.65%	272.60%	-125.06%
净利润	552	263	1364	-1739
同比 (%)		-52.36%	418.63%	-227.49%
EBIT	552	438	1632	-409
EBITDA	739	1063	2594	2633

总资产	3415	10491	10515	49966
总负债	529	7248	5801	28090
普通股权益	2886	3243	4714	18892
股东权益合计	2886	3243	4714	21876
经营活动现金流量	722	1175	2318	3411
投资活动现金流量	-652	-5885	-241	-9840
资本支出	-236	-409	-593	-723
筹资活动现金流量	-169	5329	-1859	7704
现金净流量	486	766	1725	2688
销售毛利率(%)	47.58%	43.97%	52.07%	44.86%
销售净利率(%)	21.90%	6.16%	19.99%	-13.13%
EBIT Margin(%)	21.90%	10.26%	23.92%	-3.09%
EBITDA Margin(%)	29.33%	24.90%	38.01%	19.89%
ROE(摊薄)(%)	19.13%	8.11%	28.94%	-7.95%
ROA(%)	21.90%	6.16%	19.99%	-13.13%
资产负债率(%)	15.49%	69.09%	55.17%	56.22%
资产周转率(倍)	73.79%	40.69%	64.90%	26.50%
流动比率	4.4	3.8	3.4	2.3
速动比率	3.4	2.3	2.5	1.7

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.6 AMD(超微半导体, AMD.O): 全年保持中两位数增长, 但仍难以撼动行业霸主

1Q17 营收 9.84 亿美元, 同比增 12.41%; 毛利 3.31 亿美元, 毛利率 33.64%。同比增长主要由高性能锐龙 AMD Ryzen™ 桌面处理器销量的带动, 环比有所下滑主要系季节性因素影响。但是, GAAP 净利润仍然为负数, 净亏损 7300 万美元。连续亏损的主要原因是, 研发支出(Q1 为 2.66 亿美元)高企, 占毛利率 80.36%。

市场在过去一直寄希望于锐龙 Ryzen 系列处理器可以与英特尔在 PC 和服务端领域直接竞争, 因而 AMD 股价在 2016 年 2 月至 2017 年 2 月一年间飙涨逾 6 倍。然而 AMD 在财报中表示, 预计 Q2 营收将较 Q1 的 9.84 亿美元增长 17%, 上下波动 3%, 也就是说营收仅在低两位数水平增长。本季度 AMD 毛利润为 33%, 尽管公司预计第二季度不会马上有所改善。但同时明确了中长期的增长前景——2020 年上升到 40%。根据目前营收增速, 公司有望在后两个季度实现盈亏平衡。

公司定位三个关键的竞争点——PC、沉浸技术和数据中心, 并确定其 TAM (total addressable market) 达到 630 亿美元。此前由于其产品与英特尔和 NVIDIA 相比显得落后, 导致市场份额不到 10%。但目前 AMD 实现的新一代技术可提供显著的性能和能效收益。

Ryzen 带动计算与图形部门(CG)连续四个季度实现两位数增长。受益 Ryzen CPU 的强劲需求和 GPU 销售额的提高, CG 收入同比增长了 29%。CG 收入环比下降 1%, 但好于正

常季节性 GPU 和 APU 销售下滑带来的影响。其中，锐龙 AMD Ryzen 7 处理器为 8 核 16 线程处理器，采用全球性能最高、功耗最低的 8 核台式机处理器；锐龙 AMD Ryzen 5 处理器主要提供给 300 美元以下的大容量 CPU 市场游戏玩家。官方也在财报电话会议上透露了入门级的 Ryzen 3 处理器将在 2017 下半年前推出，将继续推动公司营收增长。

**Ryzen 系列处理器在 x86 CPU 市场站稳脚跟，仍难撼动英特尔统治地位。**得益于 Ryzen 的强势表现，AMD 在经历了数年的市场份额持续下滑之后，终于在 x86 CPU 市场份额重新超过 20%。但即使英特尔新产品研发周期拉长，并不意味着研发能力在减弱。如果英特尔的 18 核，36 线程桌面处理器问世，核心数量是其以前的旗舰产品 Core i7-6950X 的核心数量上翻了一倍，性能上再次实现对 Ryzen 的超越。另外，目前英特尔的市值（1700 亿美元）是 AMD（106 亿美元）的约 17 倍，英特尔持有现金 172.95 亿美元，紧靠持有的现金就足以买下整个 1.7 个 AMD。从目前来看，AMD 仍难在处理器市场撼动英特尔的统治地位，且后者正在以调价方式应对竞争。

**Naples 开启 AMD 高性能服务器处理器和数据中心的新纪元。**2017 年，AMD 有望凭借 Naples 在超大内存带宽及大量 I/O 通道上的技术创新，打破 Intel 在云数据中心及传统本地服务器市场的行业垄断，从零到一打开数据中心市场，在今年下半年到明年为公司带来更为明显的业绩增厚。第一款基于 EPYC 的服务器将于 6 月份推出，并将得到 OEM 厂商和渠道合作伙伴的广泛支持。

**作为第二大独立显卡厂商，长期被英伟达压制。**此前，Polaris 的推出已经让 AMD 在桌面独显上份额上提高了 5%，接下来 AMD 的新一代显卡——Vega 目标不是成为英伟达 Pascal 系列显卡的高性价比替代品，而是完全击败 Pascal。然而长期以来英伟达在人工智能的领先优势可以说是一家独大。相比之下，AMD 在 AI 上的投入明显不足，挑战英伟达还比较遥远。

表 6:AMD 财务简述（单位：USD/百万元，%）

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	5299.0	5506.0	3991.0	4272.0
同比(%)		3.91%	-27.52%	7.04%
营业利润	103.0	-155.0	-481.0	-372.0
同比(%)		-250.49%	210.32%	-22.66%
净利润	-83.0	-403.0	-660.0	-497.0
同比(%)		385.54%	63.77%	-24.70%
EBIT	103.0	-155.0	-481.0	-372.0
EBITDA	339.0	48.0	-314.0	-239.0
总资产	4337.0	3767.0	3109.0	3321.0
总负债	3793.0	3580.0	3521.0	2905.0
普通股权益	544.0	187.0	-412.0	416.0
股东权益合计	544.0	187.0	-412.0	416.0
经营活动现金流量	-148.0	-98.0	-226.0	90.0
投资活动现金流量	455.0	-12.0	147.0	267.0
资本支出	-84.0	-95.0	-96.0	-77.0
筹资活动现金流量	13.0	46.0	59.0	122.0



现金净流量	-232.0	-193.0	-322.0	13.0
销售毛利率(%)	37.33%	33.40%	27.06%	23.36%
销售净利率(%)	-1.57%	-7.32%	-16.54%	-11.63%
EBIT Margin(%)	1.94%	-2.82%	-12.05%	-8.71%
EBITDA Margin(%)	6.40%	0.87%	-7.87%	-5.59%
ROE(摊薄)(%)	-15.26%	-215.51%	160.19%	-119.47%
ROA(%)	-1.57%	-7.32%	-16.54%	-11.63%
资产负债率(%)	87.46%	95.04%	113.25%	87.47%
资产周转率(倍)	122.18%	146.16%	128.37%	128.64%
流动比率	1.8	1.9	1.7	1.9
速动比率	1.2	1.3	0.9	1.2

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.7 Nvidia(英伟达, NVDA.O): 增长超出华尔街平均预期, 二季度指引强劲

**FY1Q18 利润超华尔街平均预期。**第一季度, 英伟达营收为 19.37 亿美元, 同比增 48.43%, 净利润为 5.07 亿美元, 同比增 158.67%。而华尔街分析师的平均预期分别为 19.1 亿美元和 0.66 美元。尽管游戏芯片业务依然贡献最多的营收和净利润(主要为 GeForce 系列), 达到 10.3 亿美元, 占该公司全部营收的 53%。但是业绩增长的最大动力来自于数据服务器的 GPU 芯片, 比去年同期增长了 3 倍。这也验证了人工智能算法和应用的总体增长可能高于预期。

**VR 头显将成为新的游戏平台, 英伟达可提供计算能力。**过去几年, 索尼 PS4 和微软 Xbox One 等游戏主机性能标准提高了 7-8 倍, GTX 960 GPU 成为标配。目前超过 90% 的游戏平台都不适合 VR, 需要升级其 GPU 才能得到满意的 VR 体验。VR 带来的计算升级需求将为英伟达的游戏芯片业务提供新的成长动力。但是在这一领域, AMD 的 Raytheon 平台仍是游戏主机和 VR 头显的霸主, 英伟达未来需要和 AMD 正面竞争。

**数据中心带来增长新动力, 看好 HPC、超大规模云计算及企业 AI。**英伟达企业业务副总 Shankar Trivedi 认为, 全球数据中心市场可以被分为三个细分市场: HPC(高性能计算)、超大规模云计算、企业 AI。前两个市场代表着 300 亿美元的机会, 第三个市场正在兴起, 其规模甚至大到暂时无法估量。英伟达的机会在于, 通过 Tesla GPU 帮助各行各业的公司在大规模运算上提高了性能, 降低了成本。

**FY1Q18 智能驾驶业务营收 1.4 亿美元创新高, 同比增 24%, 环比增 9%。**智能驾驶业务营收主要来自信息娱乐模块。公司正在扩大与使用人工智能的公司的合作关系, 以解决自主驾驶的复杂问题, RIVE PX 2 AI 已有超过 225 个客户。英伟达在汽车市场的机会主要来源于三大块: 数字化驾驶舱、自动驾驶汽车、交通运输即服务(TaaS)。

**FY2018Q2 业绩指引强劲, 营收预计为 18.9 亿至 19.5 亿美元。**前期因预计销售量低于预期, 引发了对汽车、数据中心等新业务增长的担忧, 一季度靓丽的营收表现则减轻了这

一担忧。预计毛利率为 58.4%，上下浮动 50 个基点。预计营业费用为 6.05 亿，资本开支 5500-6500 万美元。

表 7:Nvidia 财务简述 (单位: USD/百万元, %)

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	4280.2	4130.2	4681.5	5010.0
同比 (%)		-3.50%	13.35%	7.02%
营业利润	648.2	496.2	759.0	747.0
同比 (%)		-23.45%	52.95%	-1.58%
净利润	562.5	440.0	630.6	614.0
同比 (%)		-21.78%	43.32%	-2.63%
EBIT	648.2	496.2	759.0	747.0
EBITDA	874.5	735.4	979.1	944.0
总资产	6412.2	7250.9	7201.4	7370.0
总负债	1584.5	2794.5	2783.4	2901.0
普通股权益	4827.7	4456.4	4418.0	4469.0
股东权益合计	4827.7	4456.4	4418.0	4469.0
经营活动现金流量	824.2	835.1	905.7	1175.0
投资活动现金流量	-744.0	-805.9	-727.0	-400.0
资本支出	-183.3	-255.2	-122.4	-86.0
筹资活动现金流量	-15.3	389.6	-833.5	-676.0
现金净流量	640.9	580.0	783.3	1089.0
销售毛利率 (%)	52.02%	54.91%	55.53%	56.11%
销售净利率 (%)	13.14%	10.65%	13.47%	12.26%
EBIT Margin (%)	15.15%	12.01%	16.21%	14.91%
EBITDA Margin (%)	20.43%	17.80%	20.91%	18.84%
ROE (摊薄) (%)	11.65%	9.87%	14.27%	13.74%
ROA (%)	13.14%	10.65%	13.47%	12.26%
资产负债率 (%)	24.71%	38.54%	38.65%	39.36%
资产周转率 (倍)	66.75%	56.96%	65.01%	67.98%
流动比率	4.9	5.9	6.4	2.6
速动比率	4.3	5.4	5.7	2.4

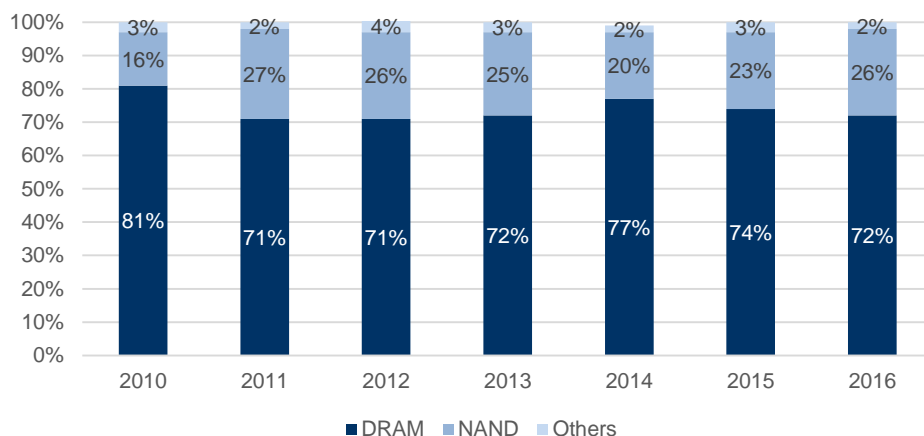
资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.8 SK Hynix (海力士, 000660.KS): 受益于 DRAM 和 NAND 涨价, 一季度业绩创历史次高

受益于 DRAM 和 NAND 涨价, 一季度业绩新高。第一季度销售额和营收利润分别创下 6.2895 万亿和 2.4676 万亿韩元, 环比分别增长 17.4%和 60.6%, 同比则分别增长 72%和 339%。营业利润在销售额中所占比例高达 39.2%, 创下了历史第二高的利润率, 仅次于 2004Q2 的 40%。由此, 海力士销售、营业利润、当期净利润均创下新高。



图 8: SK Hynix 主营收入以 DRAM 和 NAND 为主



资料来源：公司财报，申万宏源研究

**1Q17 存储器市场供需仍紧张, ASP 大涨, 公司业绩大幅提升。**DRAM 同比出货量减少 5%, 但 ASP 上涨了 24%。原因是 DRAM 市场一直供不应求, 而年初低库存量且供应有限导致。至于平均销售价的激增, 得益于 PC 业和服务器业的强劲需求。NAND 出货量减少 3%, 但 ASP 上涨了 15%。原因是移动市场和 SSD 市场的需求增长, 而库存量比较低和供应有限导致。MCP 第一季度的数量和价格均继续增长, 销售额再次达到历史最高水平。

表 8: DRAM 合约价趋势 (单位: 美元)

	16-Jul	16-Aug	16-Sep	16-Oct	16-Nov	16-Dec	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
DDR3 4GB	1325	13.5	14.5	17.5	18	18	14.3	12.7	13.8	17.8	25.0
MoM	6.00%	1.90%	7.40%	20.70%	2.90%	0.00%					
QoQ							-12.70%	-11.60%	8.60%	29.70%	40.45%
DDR4 4GB	13.25	13.5	14.5	17.5	18	18	14.7	13.2	13.8	17.8	24.0
MoM	1.90%	1.90%	7.40%	20.70%	2.90%	0.00%					
QoQ							-15.40%	-10.20%	4.40%	29.70%	34.83%

注: 1Q17 数据均为一季度合约最高价

资料来源: Dramexchange, 申万宏源研究

**DRAM 和 NAND 新产品预计下半年量产。**海力士将进一步加快研发 2nm 工艺的 DRAM, 并在今年下半年开始批量生产 1nm 工艺的 DRAM。另外, 公司还将为移动市场和 SSD 市场供应高密 48 层和 72 层 3D NAND 闪存。

表 9: SK Hynix 财务简述 (单位: USD/百万元, %)

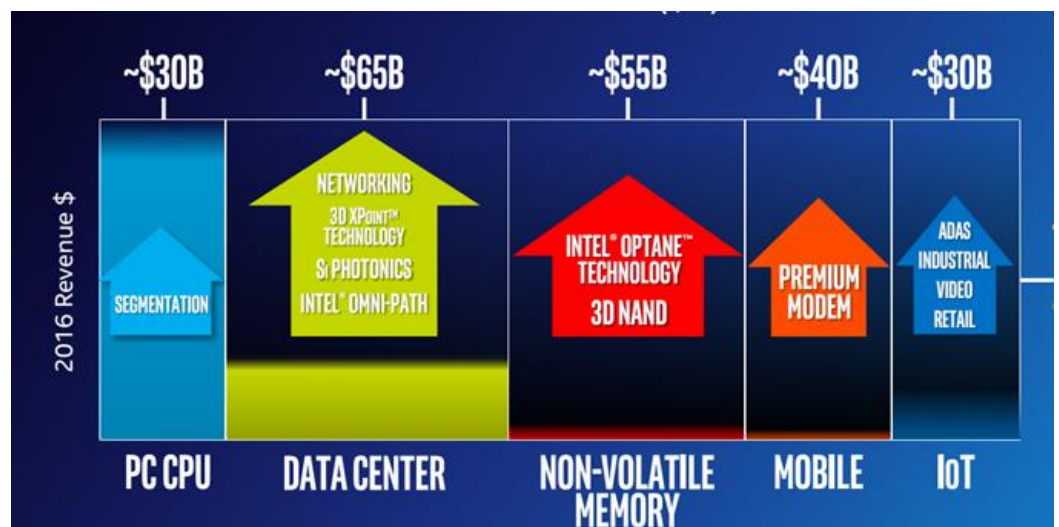
	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	12947.0	16271.1	16619.9	14830.3
同比 (%)		25.68%	2.14%	-10.77%
营业利润	3089.1	4854.5	4717.8	2825.6
同比 (%)		57.15%	-2.82%	-40.11%
净利润	2625.5	3986.1	3821.5	2547.1
同比 (%)		51.83%	-4.13%	-33.35%
EBIT	3089.1	4854.5	4717.8	2825.6
EBITDA	5902.9	8126.7	8213.0	6668.5
总资产	19753.3	24593.6	25239.1	26669.1

总负债	7342.4	8093.5	7050.3	6781.9
普通股权益	12411.3	16500.3	18188.1	19881.7
股东权益合计	12410.9	16500.1	18188.8	19887.2
经营活动现金流量	5824.1	5574.0	8239.7	4785.0
投资活动现金流量	-4471.4	-5784.1	-6299.9	-5372.7
资本支出	-2930.1	-4561.2	-5989.7	-5136.3
筹资活动现金流量	-1376.9	24.7	-1286.4	103.1
现金净流量	2894.0	1012.8	2250.0	-351.3
销售毛利率(%)	37.42%	44.75%	44.06%	37.28%
销售净利率(%)	20.28%	24.50%	22.99%	17.18%
EBIT Margin(%)	23.86%	29.84%	28.39%	19.05%
EBITDA Margin(%)	45.59%	49.95%	49.42%	44.97%
ROE(摊薄)(%)	21.15%	24.16%	21.01%	12.81%
ROA(%)	20.28%	24.50%	22.99%	17.18%
资产负债率(%)	37.17%	32.91%	27.93%	25.43%
资产周转率(倍)	65.54%	66.16%	65.85%	55.61%
流动比率	2.2	1.8	2.0	2.4
速动比率	1.5	1.3	1.5	1.8

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.9 Intel（英特尔，INTC.O）：CCG 部门成长性未见实质改善，加速布局智能驾驶

图 9：英特尔 2021 年目标 TAM 为 220B，为当前 45B 的近 5 倍



资料来源: Wind, Bloomberg, Intel 业绩说明会公开, 申万宏源研究

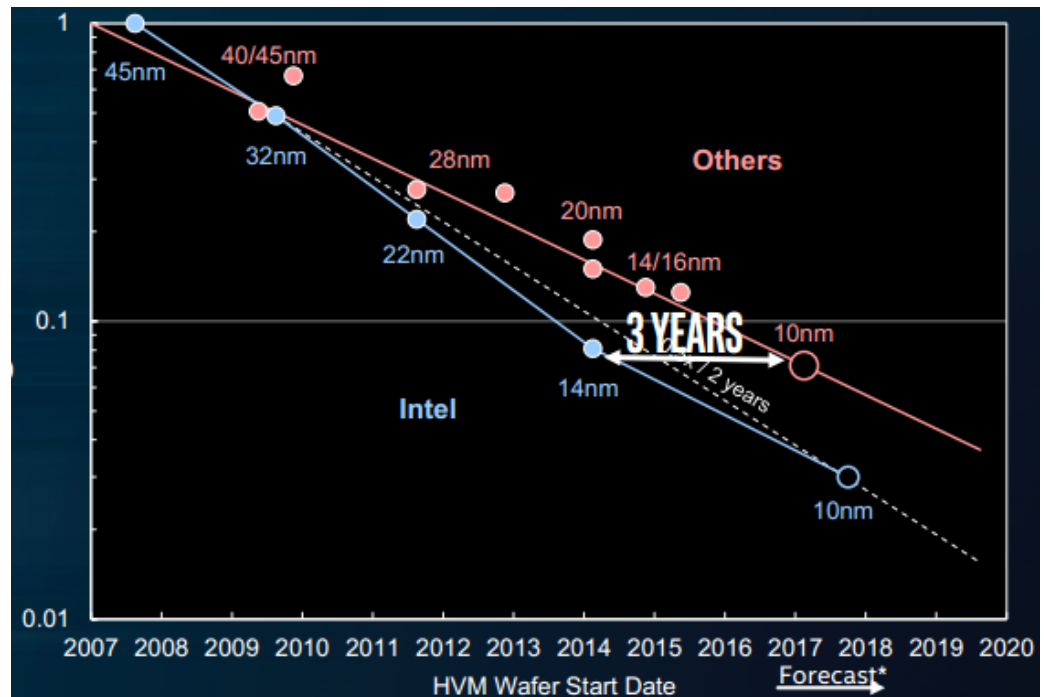
**客户计算 CCG:** 营收同比增长 5.66%，主要系费用确认政策原因。客户计算机部门的营业收入增长强劲，但主要是因为同期基础数据较低，同时收入改善部分是以数据中心部门的利润为代价的，其中大部分的 SG&A 成本在 DCG 部门确认。

**数据中心 DCG: 收入增长 5.83%，低于预期。**尽管平均销售价格上涨，但营业利润率大幅下滑，部分原因是分配给 DCG 的费用比例较高。数据中心收入达 42.32 亿美元，同比增长 5.83%；营业利润达 14.87 亿美元，同比下降 15.70%。营业利润率受到技术开发和 SG&A 成本分配的影响，当公司过渡到 14nm 的产品成本以及相邻产品时，产品成本就会增加。处在服务器处理器垄断地位的英特尔将继续受益于云趋势提供的稳健增长机会。

**物联网 IOTG: 物联网业务实现收入 7.21 亿美元，同比增长 10.75%，**主要由于工业和视频板块以及汽车业务持续增长。营业利润 1.05 亿美元，同比下滑 14.63%，主要由于无人驾驶部门确认了更多的研发费用。**2017 年指引为收入增长超过 10%。**物联网的增长可能会继续对财务业绩有所贡献，特别是对盈利的贡献，但在未来几年中占比将不会很大。

**非挥发存储 NSG: 非挥发存储业务创历史新高 8.66 亿美元，同比增长 55.48%，**数据中心的需求旺盛。由于涨价，存储器年化增长 25%。其中 3D NAND 在四季度开始出货，3D XPOINT 在 1Q17 开始出货。2017 年指引为收入增长超过 20%。

图 10: Intel 14nm 等于三星 10nm: 领先整整三年



资料来源: Wind, Bloomberg, Intel 业绩说明会公开, 申万宏源研究

**收购以色列科技巨头 Mobileye, 布局智能驾驶。**3 月份, 公司官方宣布, 以 63.54 美元/股的价格现金收购以色列科技巨头 Mobileye 100% 股权。按此计算, Mobileye 的股权价值 (equity value) 为 153 亿美元, 企业价值 (enterprise value) 为 147 亿美元。该项交易预计在 9 个月内完成。作为芯片行业巨头, 英特尔近来一直在加速布局自动驾驶领域。除了与宝马、Mobileye 的合作外, 它还买下自动驾驶汽车芯片提供安全工具的 Yogitech、掌握车载计算机 OTA 无线升级相关技术的 Arynga、服务自动驾驶的视觉计算公司 Itseez 和 Movidius 以及深度学习初创公司 Nervana Systems 等 5 家公司或者业务线。英特尔还加入了宝马、奥迪及诺基亚、华为等汽车制造商和通讯企业组成的 5G 汽车联盟。一季度的收购说明英特尔在智能驾驶芯片领域的布局正在加快。

**CCG 部门成长性未见改善，全年预期相对谨慎，对苹果依赖或成风险。**2017 年第二季度，公司预测收入范围中点为 144 亿美元，同比增长 11%（不包括英特尔安全）。预计 2017 年度成本降低收入的 2%，提高全年收入指引 5 亿至 600 亿美元，提高 EPS 指引 0.05 美元至约 2.85 美元。值得注意的是，尽管一季度 PC 产品 ASP 有所上升，但实际成长性未见改善。面临 AMD Ryzen 处理器的高性能低价格竞争，英特尔处理器相应地在 Q1 基础上有所下调。同时 AMD 也在倒逼英特尔工艺制程升级，今年第三季度，英特尔也将发布旗下首款基于 10nm 工艺制程的 Cannonlake 架构处理器，用 10nm 迎战 AMD 的 7nm。此外，鉴于目前对单一大客户苹果的依赖，移动芯片的增长是否可以在结构上维持 CCG 的增长是令人怀疑的。

**表 10: Intel 财务简述（单位：USD/百万元，%）**

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	52708	55870	55355	59387
同比 (%)		6.00%	-0.92%	7.28%
营业利润	12291	15347	14002	12874
同比 (%)		24.86%	-8.76%	-8.06%
净利润	9620	11704	11420	10316
同比 (%)		21.66%	-2.43%	-9.67%
EBIT	12291	15347	14002	12874
EBITDA	20323	23896	22713	20664
总资产	92358	91900	101459	113327
总负债	34102	35123	39477	46219
普通股权益	58256	56777	61982	67108
股东权益合计	58256	56777	61982	67108
经营活动现金流量	20776	20418	19017	21808
投资活动现金流量	-18073	-9905	-8183	-25817
资本支出	-10711	-10105	-7326	-9625
筹资活动现金流量	-5507	-13626	1913	-5739
现金净流量	10065	10313	11691	12183
销售毛利率 (%)	59.80%	63.74%	62.65%	60.94%
销售净利率 (%)	18.25%	20.95%	20.63%	17.37%
EBIT Margin (%)	23.32%	27.47%	25.29%	21.68%
EBITDA Margin (%)	38.56%	42.77%	41.03%	34.80%
ROE (摊薄) (%)	16.51%	20.61%	18.42%	15.37%
ROA (%)	18.25%	20.95%	20.63%	17.37%
资产负债率 (%)	36.92%	38.22%	38.91%	40.78%
资产周转率 (倍)	57.07%	60.79%	54.56%	52.40%
流动比率	2.4	1.7	2.4	1.7
速动比率	1.7	1.2	1.9	1.1

资料来源：Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.10 SAMSUNG(三星,005930.KS): DRAM、NADN 推动 全年增长保持乐观，资本支出扩大验证技术升级大年

三星存储、代工和面板 1Q17 业绩持续强劲，17 全年整体乐观。毛利 22.4 万亿韩元，同比增长 3 万亿韩元。毛利率提高下降 5.3 个百分点。SG&A 费用绝对值同比下降百分比，主要来自 IM 业务。营业利润 9.9 万亿韩元，同比增长 3.2 万亿韩元，由面板和芯片业务的盈利能力提高驱动。营业利润率亦上升 6.2 百分点至 19.6%。CE、IM、DS 三大业务的营业利润分别为 0.38 万亿韩元、2.07 万亿韩元和 7.59 万亿韩元，CE、IM 营业利润率同期相比下降（24% 和 46.79%），DS 的营业利润率期相比增长 225.75%。在 DS 业务中，半导体业务的营业利润为 6.31 万亿韩元，同期相比增长 139.92%；面板业务营业利润为 1.30 万亿韩元，同期相比增长 381.48%。

图 11：三星 内存业务助力 DS 部门营收同比增 33%

Sales		1Q '17	1Q '16	4Q '16	YoY	QoQ
(Unit: KRW Trillion)						
Total		50.55	49.78	53.33	2% ↑	5% ↓
CE		10.34	10.07	13.21	3% ↑	22% ↓
	VD	6.46	6.42	9.09	1% ↑	29% ↓
IM		23.50	27.60	23.61	15% ↓	0.5% ↓
	Mobile	22.47	26.94	22.65	17% ↓	1% ↓
DS		22.85	17.18	22.26	33% ↑	3% ↑
	Semiconductor	15.66	11.15	14.86	40% ↑	5% ↑
	- Memory	12.12	7.94	11.62	53% ↑	4% ↑
	DP	7.29	6.04	7.42	21% ↑	2% ↓
Operating Profit		1Q '17	1Q '16	4Q '16	YoY	QoQ
(Unit: KRW Trillion)						
Total		9.90	6.68	9.22	3.22	0.68
CE		0.38	0.50	0.43	△0.12	△0.05
IM		2.07	3.89	2.50	△1.83	△0.43
DS		7.59	2.33	6.34	5.26	1.25
	Semiconductor	6.31	2.63	4.95	3.68	1.36
	DP	1.30	△0.27	1.34	1.57	△0.03
(Note) CE (Consumer Electronics, excluding printing business), IM (IT & Mobile communications), DS (Device Solutions), DP (Display Panel)						

资料来源：法说会，申万宏源研究

旗舰机型将带动手机业务复苏。消费电子业务（CE）销售额为 10.34 万亿韩元，同期相比增长 3%。4 月发布的三星 S8 系列市场表现良好。据韩媒 Newsis 报导，三星 Galaxy S8 自 4 月 7 日在韩国开始预售后，两天内预售量已超过 55 万部。这一数字已打破 Note 7 的纪录。之前 Note 7 预售量达到 40 万部花了 13 天。

公司预测 DRAM、NADN 二季度及全年增长乐观。公司 Q1DRAM 销量下降了十几个点，而 ASP 增长了 20%。公司预计 Q2 DRAM 市场增速为 5%，公司自身增长高于市场增速，在 5-10% 之间。全年来看，公司 DRAM 业务增速将于市场保持一致，在 15-20% 之间。公司预计 Q2 NAND Flash 业务增长将于市场增速维持一致，约 5%。公司预计全年 NAND 市场的增长率将达到 30% 左右，公司预计公司的增长率将会稍低于市场水平。

**全年指引维持乐观，资本支出将扩大。**2017 年，公司预计整体盈利将同比增长，主要由零部件业务带动闪存芯片业务的供需平衡和 OLED 面板的供应量增加。第一季度，公司投入了 9.8 万亿韩元资本支出，其中包括半导体 5 万亿韩元和显示部门的 4.2 万亿韩元。2017 年的资本支出计划尚未确定，但公司预计年度资本支出将增加同比大幅增长，公司重点关注垂直 NAND，系统 LSI 和 OLED 产能扩张。受益 NAND Flash 市场持续景气，三星最快于第二季取代英特尔成为全球半导体龙头。

**公司领导人涉朴槿惠案被捕，但影响不大。**三星实际控制人李在镕（Jay Y. Lee）今年 2 月底被韩国警方逮捕，涉嫌在一起合并案中向前总统朴槿惠和其亲信崔顺实提供 430 亿韩元。但这些似乎都未对这家科技巨擘产生太大影响。

**表 11: SAMSUNG 财务简述（单位：USD/百万元，%）**

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	209026.5	195918.1	177404.2	174075.6
同比(%)		-6.27%	-9.45%	-1.88%
营业利润	33621.7	23776.5	23353.0	25215.1
同比(%)		-29.28%	-1.78%	7.97%
净利润	27256.8	21930.9	16528.5	19329.7
同比(%)		-19.54%	-24.63%	16.95%
EBIT	33621.7	23776.5	23353.0	25215.1
EBITDA	48652.9	40929.2	41858.6	43076.5
总资产	203329.1	210797.7	205957.7	217033.5
总负债	60843.4	57025.7	53679.2	57294.6
普通股权益	137078.5	148259.3	146918.7	154227.2
股东权益合计	142485.6	153772.0	152278.6	159738.9
经营活动现金流量	42690.9	35130.6	35419.9	40862.0
投资活动现金流量	-40899.0	-31169.7	-24019.9	-25575.5
资本支出	-21166.2	-20943.2	-22881.5	-20819.2
筹资活动现金流量	-4083.0	-3432.7	-6275.6	-7116.2
现金净流量	21524.7	14187.4	12538.4	20042.8
销售毛利率(%)	39.79%	37.79%	38.46%	40.42%
销售净利率(%)	13.04%	11.19%	9.32%	11.10%
EBIT Margin(%)	16.08%	12.14%	13.16%	14.49%
EBITDA Margin(%)	23.28%	20.89%	23.60%	24.75%
ROE(摊薄)(%)	19.13%	14.26%	10.85%	12.10%
ROA(%)	13.04%	11.19%	9.32%	11.10%
资产负债率(%)	29.92%	27.05%	26.06%	26.40%
资产周转率(倍)	102.80%	92.94%	86.14%	80.21%
流动比率	2.2	2.2	2.5	2.6
速动比率	1.5	1.7	1.9	2.1

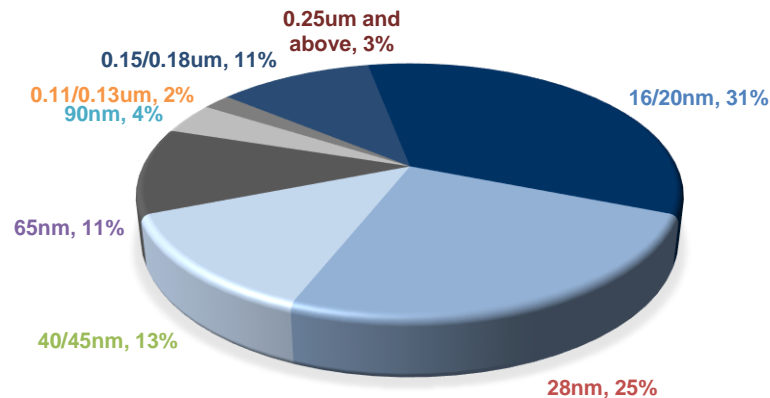
资料来源：Wind, Bloomberg, 申万宏源研究



## 2.11 TSMC(台积电,2330.TW): 市值超越 Intel, 加快先进制程研发避免客户流失, 短期业绩受智能手机下滑影响

1Q17 财报大致符合机构预期, 28nm 及以上制程贡献 56% 营收。1Q17, 台积电实现合并营收新台币 2339.1 亿元(下同, 约合人民币 531.2 亿元), 同比增 14.9%, 环比减 10.8%; 净利润为 876.3 亿元新台币(约合人民币 199 亿元), 同比增 35.3%, 环比减 12.5%; EPS 3.38 元(约合人民币 0.77 元)。主要受新台币升值影响减少 60 亿新台币, 低于 4Q16 指引 2,360~2,390 亿新台币。1Q17 16/20 纳米制程出货占公司第一季芯片销售金额的 31%; 28 纳米制程出货占全季芯片销售金额的 25%。总体而言, 上述先进制程(包含 28 纳米及更先进制程)的营收达到全季芯片销售金额的 56%。

图 12: 台积电 28nm 及以上制程贡献 56% 营收



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

2Q17 指引偏弱, 源自手机弱复苏新台币升值持续影响。台积电预计其第二季度合并营收介于新台币 2130 亿元到 2160 亿元之间; 毛利率预计介于 50.5% 到 52.5% 之间; 营业利润率预计介于 39% 到 41% 之间。主要原因是智能手机目前库存处于稍高位, 进入销售淡季后会进行库存调整, 智能手机市场复苏较弱。H1 受大陆中低端智能手机销量不佳影响, 营业收入 10% 增长率较难达到, H2 新一代的 iPhone 上市后, 将拉动需求。另外, 新台币升值将持续影响 2017 年营收数字。

台积电表示, 17 全年营收预计增长 5-10%, 全球晶圆代工营收增速从 7% 下调至 5%, 仍是基于 1Q17-2Q17 较多库存积压的假设。17 年营收(以美元计)预计增长 5-10%, 下半年营业收入同比增长 5%。在 14/16 纳米晶圆代工市场占有率, 将由 16 年的 50% 提高到 17 年 70% 以上。在 InFO 封装方面, 2017 贡献营收约 1 亿美元, 预期 2018 贡献营收提升至 5 亿美元。现阶段 InFO 封装大多应用在智慧型手机市场, 预期 2018-2019 年将大量应用于 HPC(高性能计算)、AI 市场, InFO on Substrate 将于 4Q17~1Q18 量产。

10nm 在 2017Q3 实现量产, 7nm 良率达到 76%, 5nm 也已开始研发。对现有 16nm、28nm 制程分别推出 12nm、22nm 的进阶版本。10nm 在 2017Q3 实现量产, 全年贡献营收 10%。但毛利率较低, 预计拉低毛利率 2-3 个百分点。台积电 10nm FinFET 产品应用包括应用处理



器，基带 SOC，CPU，服务器，图形，网络处理器，FPGA 和游戏机。产品应用程序包括应用处理器，PC 图形，以太网交换机等。**7nm 进度领先对手，良率达到 76%**。进度顺利的话，在 2018H1 量产浸润式微影版本，2019H1 量产 EUV 版本，预计仍将拥有较高市占率。除应用于高端智能手机外，还将应用于 HPC（高性能计算）市场，附加值更高。**5nm 也已开始研发**，有望在 7 纳米量产的 2 年后（2010 年）量产，全面采用 EUV（超紫外光）微影技术。台积电同时部署了 300~400 人的研发团队开发更高级的 3nm 节点，其目标设置在 1nm 节点上。台积电是第一个半导体制造商在世界上披露其 3nm 研发进展。

表 12:TSMC 财务简述（单位：USD/百万元，%）

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	20109.9	25165.6	26570.0	29415.1
同比(%)		25.14%	5.58%	10.71%
营业利润	7052.7	9794.1	10140.7	11727.3
同比(%)		38.87%	3.54%	15.65%
净利润	6337.5	8705.7	9657.0	10371.9
同比(%)		37.37%	10.93%	7.40%
EBIT	7052.7	9794.1	10140.7	11727.3
EBITDA	12313.5	16400.5	17149.6	18672.8
总资产	42360.2	47283.3	50356.0	58236.5
总负债	13927.6	14191.5	13211.9	15324.4
普通股权益	28423.7	33087.7	37114.8	42887.3
股东权益合计	28432.6	33091.8	37144.1	42912.1
经营活动现金流量	11701.1	13906.4	16691.1	17020.3
投资活动现金流量	-9466.9	-9317.3	-6843.2	-12642.1
资本支出	-9687.2	-9519.2	-8111.7	-10204.4
筹资活动现金流量	1110.1	-767.6	-3416.9	-5043.3
现金净流量	2013.9	4387.2	8579.4	6815.9
销售毛利率(%)	47.06%	49.52%	48.65%	50.09%
销售净利率(%)	31.51%	34.59%	36.35%	35.26%
EBIT Margin(%)	35.07%	38.92%	38.17%	39.87%
EBITDA Margin(%)	61.23%	65.17%	64.54%	63.48%
ROE(摊薄)(%)	22.29%	26.31%	26.00%	24.17%
ROA(%)	31.51%	34.59%	36.35%	35.26%
资产负债率(%)	32.88%	30.01%	26.24%	26.31%
资产周转率(倍)	47.47%	53.22%	52.76%	50.51%
流动比率	1.9	3.1	3.5	2.6
速动比率	1.7	2.7	3.2	2.4

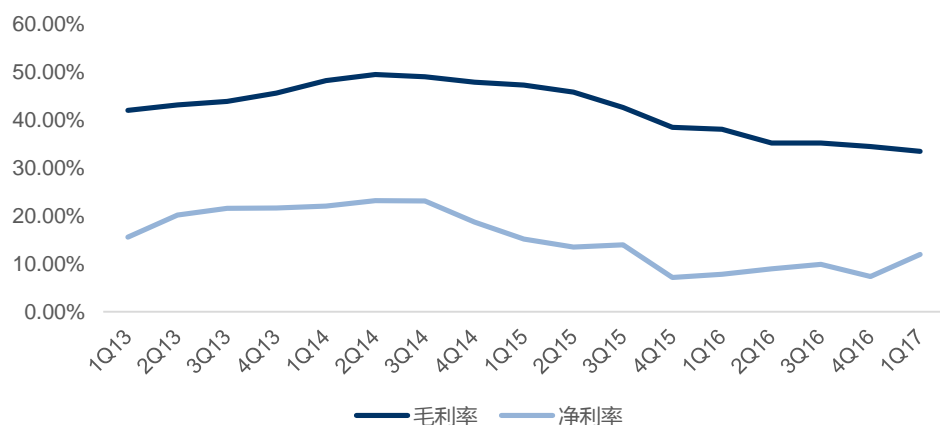
资料来源：Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.12 MediaTek (联发科, 2454.TW): 高端芯片出货问题难解, 毛利率持续下滑至 33.50%, 17 年或遭遇滑铁卢

1Q17 毛利率继续下滑至 33.50%，营业收入 18.06 亿美元，同比微增 0.32%。在中低端手机芯片市场具有较强竞争力的联发科长期采取低价策略，在 2016 年的毛利率为 35.6%，同比下降 7.6%。2017 年联发科试图进军高端市场，扩大芯片整体利润率。换言之，联发科要从过去强调市场份额开始转向强调利润。但是，由于自身的技术落后，加上高通等处理器的压制。但是从一季度来看，毛利率持续下滑，营业收入同比微增，高端芯片出货问题将持续拖累业绩表现。

X30/P25 高端芯片出货问题难解，2017 芯片业务多重受困。中国内地手机厂商，包括魅族、小米、OPPO、vivo 等等，将很大一部分处理器订单从联发科转移给了高通，Helio X30 至今尚无一家大厂采纳。同时，一季度印度市场传出联发科芯片信号问题。多重原因导致今年一季度联发科的芯片出货量多个季度以来首次跌破 1 亿片，二季度前两个月环比有所回升也只能达到最高 1.2 亿片，同比继续大幅下滑。2016 年联发科一度在手机芯片市场的份额突破五成，超过高通，2017 年竞争环境恶化，恐怕难以阻挡下滑趋势。

图 13：联发科 高端芯片出货问题难解，毛利率和净利率提升困难



资料来源：公司财报，申万宏源研究

公司经营性现金流-0.38 亿美元，投资活动现金流-1.75 亿美元，融资活动现金流 1.68 亿美元。经营性现金流为负，主要是其他非现金调整科目影响，为-1.74 亿美元。投资活动加剧，投资活动现金流出增大；融资活动现金流主要来自短期拆借变动。一方面联发科对开发高端市场的重资投入影响现金流，另一方面库存攀升也是问题所在。Q1 存货周转天数约 86 天，而去年仅 59 天左右，印证今年公司库存去化速度的确较为缓慢。

全面收购络达，看好物联网射频前景。一季度，联发科集团旗下旭思投资宣布以每股 110 元公开收购转投资功率放大器 (PA) 厂络达 15%至 40%股权。联发科指出，这项公开收购案预定于 2017 年三季度完成 100%收购，未来将比照晨星和立铸模式，以子公司方式独立经营，双方并将携手合攻物联网市场。

**MTK 2Q17 营收、毛利率指引同比均有所下滑。**预计 2Q17 营收 18.70 到 20.20 亿美元之间(去年同期为 22.38 亿美元),毛利率指引中位数为 34%(+/-1.5%)(去年同期为 35.23%),智能手机及含平板电脑出货量预计在 1.1 亿至 1.2 亿部之间。

**表 13:MTK 财务简述 (单位: USD/百万元, %)**

	2015A	2014A	2013A	2012A
总营业收入	4582.8	7029.1	6717.5	8549.3
同比 (%)		53.38%	-4.43%	27.27%
营业利润	853.0	1558.5	816.1	716.1
同比 (%)		82.72%	-47.64%	-12.26%
净利润	926.8	1530.7	817.7	735.4
同比 (%)		65.16%	-46.58%	-10.06%
EBIT	853.0	1558.5	816.1	716.1
EBITDA	911.1	1649.8	977.8	930.0
总资产	8674.1	11104.7	10671.1	11444.2
总负债	2122.4	3273.8	3164.5	3829.5
普通股权益	6550.5	7817.1	7304.3	7556.5
股东权益合计	6551.7	7830.9	7506.6	7614.7
经营活动现金流量	1332.9	1462.5	736.3	1010.0
投资活动现金流量	-74.6	587.3	-1032.6	-511.1
资本支出	-54.9	-324.2	-295.1	-207.0
筹资活动现金流量	329.2	-76.9	-948.5	-869.1
现金净流量	1278.1	1138.2	441.2	803.0
销售毛利率 (%)	43.96%	48.75%	43.23%	35.64%
销售净利率 (%)	20.22%	21.78%	12.17%	8.60%
EBIT Margin (%)	18.61%	22.17%	12.15%	8.38%
EBITDA Margin (%)	19.88%	23.47%	14.56%	10.88%
ROE (摊薄) (%)	14.15%	19.55%	10.89%	9.66%
ROA (%)	20.22%	21.78%	12.17%	8.60%
资产负债率 (%)	24.47%	29.48%	29.65%	33.46%
资产周转率 (倍)	52.83%	63.30%	62.95%	74.70%
流动比率	2.6	2.4	2.1	1.8
速动比率	2.4	2.1	1.8	1.4

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.13 SMIC (中芯国际, 0981.HK): 全年预期较弱, 重点发力扩大产能与 28nm 制程追赶

**1Q17 略低于预期, EBITDA 创历史新高。**营业收入 7.93 亿美元, 同比增长 25.03%; 毛利率为 27.84%, 去年第一季度为 24.24%, 去年第四季度为 30.19%; 净利润为 6979 万美元, 去年第一季度为 6142 万美元, 同比增 13.63%。EBITDA 创历史新高 3.12 亿美元, 同比增 42.8%, 环比增 13.9%。

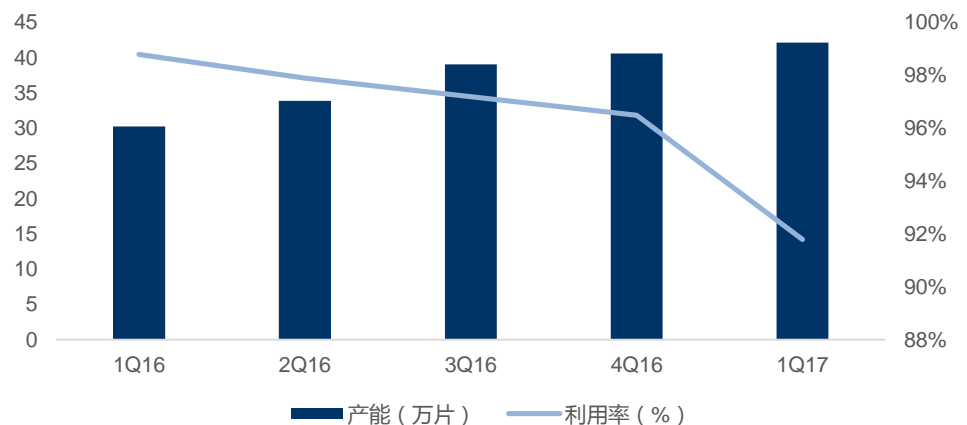
图 14：中芯国际 1Q17 符合指引，EBITDA 创历史新高

	1Q 2017 Guidance	1Q 2017 Results
Revenue	-2% to -4% QoQ \$782 to \$798 million	-2.7% QoQ \$793 million
Gross Margin	25% to 28%	27.8%
Non-GAAP Operating Expenses (1)	\$158 to \$164 million	\$165 million
Non-controlling interests	\$6 to \$8 million	\$6 million

资料来源：1Q17 法说会，申万宏源研究

1Q17 换帅非业绩原因，未来将发力扩大产能、28nm 产品良率、先进制程追赶。28nm 产品 2017Q1 占总收入的 5%，高于 2016 年第四季的 3.5%；40/45nm 产品占总收入的 20%，低于 2016Q4 的 23.6%，主要是由于客户转移到使用 28nm 产品，以及中国手机市场疲弱所致。卸任首席执行官兼执行董事邱慈云在任期间换成扭亏为盈的历史使命，新帅赵海军上任之后的目标将是扩大成熟制程的产能（过去两年产能利用率接近 100%），提高 28nm 制程产品良率，同时开始加快追赶台积电等代工厂的先进制程技术（台积电 2017 年量产 10nm，并开始推进 7nm 研发）。

图 15：中芯国际 8 inch 晶圆厂产能利用率接近 100%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

2Q17 指引继续平淡，全年预期实现两位数增长。中芯国际 Q2 指引指出，营业收入预计将同比下降 3%至 6%，毛利率预计在 25%至 27%之间，净利润为 600 万美元至 800 万美元之间。公司解释 Q2 业绩疲弱是由于：1、客户改变其市场定位；2、对库存进行季节性调

整；3、总体中国手机市场增长趋缓。由于安卓供应链表现疲弱，公司下调 2017 年指引，实现 20%收入增长的目标极具挑战性，大概率可实现两位数的增长。2017 年毛利率约 20% 左右，EBIDA 利润率高达 30%。

图 16：中芯国际 2Q17 指引继续平淡

	2Q 2017 Guidance
Revenue	-3% to -6% QoQ \$745 to \$769 million
Gross Margin	25% to 27%
Non-GAAP Operating Expenses <sup>(1)</sup>	\$178 to \$184 million
Non-controlling interests <sup>(2)</sup>	\$6 to \$8 million

资料来源：法说会，申万宏源研究

**2017 年 28nm HKMG 制程良率是关键。**从内部来说，虽然中芯国际的 28nm 处于快速成长阶段，预期 2017 年底在 28nm 的季营收份额将占总营收规模的 10%（Q1 为 5%）。但是从具体产品来看，目前中芯国际的产品多偏向中低端的 28nm Ploy/SiON 技术，高端 28nm HKMG 制程良率不如预期，2017 HKMG 制程良率问题能够解决是外界关注点。从外部竞争环境来说，联电已经将 28nm 技术授予厦门联芯子公司，Q2 将开始量产。同时，台积电已表示 2017 年仍将持续扩充 28nm 产能，以压制中国大陆 28nm 前进脚步，维持 28nm 制程七成左右的市场份额。

表 14:SMIC 财务简述（单位：USD/百万元，%）

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	2069.0	1970.0	2236.4	2914.2
同比(%)		-4.78%	13.53%	30.31%
营业利润	187.1	130.2	222.0	339.2
同比(%)		-30.38%	70.45%	52.79%
净利润	173.2	153.0	253.4	376.6
同比(%)		-11.67%	65.66%	48.62%
EBIT	187.1	130.2	222.0	339.2
EBITDA	734.0	679.7	745.6	1069.1
总资产	4523.4	5769.4	7115.3	10115.3
总负债	1930.2	2461.7	2925.1	4712.1
普通股权益	2483.8	2948.4	3729.9	4150.7

股东权益合计	2593.2	3307.7	4190.3	5403.2
经营活动现金流量	738.0	608.1	669.2	977.2
投资活动现金流量	-807.5	-1144.1	-789.6	-2443.3
资本支出	-726.2	-654.3	-1230.8	-2757.2
筹资活动现金流量	173.4	676.6	522.5	2586.9
现金净流量	11.8	-46.2	-561.6	-1780.0
销售毛利率(%)	21.19%	24.54%	30.52%	29.16%
销售净利率(%)	8.37%	7.77%	11.33%	12.92%
EBIT Margin(%)	9.04%	6.61%	9.93%	11.64%
EBITDA Margin(%)	35.48%	34.50%	33.34%	36.69%
ROE(摊薄)(%)	6.68%	4.62%	6.05%	6.97%
ROA(%)	8.37%	7.77%	11.33%	12.92%
资产负债率(%)	42.67%	42.67%	41.11%	46.58%
资产周转率(倍)	45.74%	34.15%	31.43%	28.81%
流动比率	1.7	2.0	1.5	1.9
速动比率	1.1	1.4	0.9	1.3

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.14 ASE (日月光, 2311.TW): 1Q17 汇损持续影响, 净利润创新低

1Q17 净利润为近 5 年单季度最低, 毛利率下滑。净利润 8275 万美元, 为近 5 年单季度最低。毛利率 18.00%, 4Q1 为 19.94%, 1Q16 为 18.36%。除了汇损因素(汇兑损失为 9130 万美元), 也跟 2017 年上半年消费电子产品销售属淡季有关。

2Q2017 汇损影响减轻, 但仍存在, 2H2017 受益智能手机销售旺季, 营收有望回暖。展望 Q2, 半导体封测接单及毛利率预料与第 1 季相当, EMSQ2 持平或略增, 毛利率则与首季相当; Q2 受益汇兑损失减小, H2 受益智能手机新机型上市, 营收有望回升。2017 年资本支出约 7 亿美元, 高阶制程仍是全年重点。预估 60%用于扩充封装产能, 25%用于测试设备, 15%用于 EMS 和 Material; 其中, Fan-out WLP 资本支出规模将较 2016 年增加, 产能也提高。分业务来看, IC ATM 2Q17 营收和毛利率应与 1Q17 相似; EMS2Q17 营收应与 2Q16 与 3Q16 平均水平相当, EMS 2Q17 毛利率应与 2Q17 相似。

表 15: ASE 财务简述 (单位: USD/百万元, %)

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	7405.7	8465.2	8924.0	8529.8
同比(%)		14.31%	5.42%	-4.42%
营业利润	742.5	978.0	783.9	828.8
同比(%)		31.72%	-19.85%	5.73%
净利润	528.5	779.8	604.7	672.8
同比(%)		47.56%	-22.45%	11.25%
EBIT	742.5	978.0	783.9	828.8

EBITDA	1600.5	1847.4	1713.7	1741.8
总资产	9619.1	10562.8	11089.0	11050.0
总负债	5354.3	5551.9	5980.9	5822.1
普通股权益	4125.9	4750.9	4758.6	4857.7
股东权益合计	4264.8	5010.8	5108.1	5227.9
经营活动现金流量	1391.0	1513.1	1812.8	1616.9
投资活动现金流量	-1008.0	-1280.6	-1995.6	-1339.3
资本支出	-981.6	-1306.4	-953.8	-829.0
筹资活动现金流量	460.2	-12.5	294.8	-800.8
现金净流量	409.4	206.7	858.9	788.0
销售毛利率(%)	19.47%	20.88%	17.70%	19.35%
销售净利率(%)	7.14%	9.21%	6.78%	7.89%
EBIT Margin(%)	10.03%	11.55%	8.78%	9.72%
EBITDA Margin(%)	21.61%	21.82%	19.20%	20.42%
ROE(摊薄)(%)	12.39%	15.56%	11.84%	12.87%
ROA(%)	7.14%	9.21%	6.78%	7.89%
资产负债率(%)	55.66%	52.56%	53.94%	52.69%
资产周转率(倍)	76.99%	80.14%	80.48%	77.19%
流动比率	1.3	1.4	1.3	1.4
速动比率	0.9	1.0	0.8	0.9

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.15LG Display (LGD): 向 OLED 的迁移速度高于预期, 2017 面板继续维持乐观!

受益面板价格上涨, 一季度营收同比大涨。第一季度收入为 7.06 万亿韩元 (约 61.31 亿美元), 同比增 17.91%。营业利润为 1.026 万亿韩元 (约 8.92 亿美元), 同比增 24.98%。净利润创下了 8 年来的新高——9215 亿韩元 (non-gaap, 约合 8.11 亿美元)。利润大增原因是大型显示器 ASP 上升, 高性能的产品组合 (如大型 UHD 电视和高分辨率, 高端 IT 产品) 的贡献收入, 以及成本下滑。但由于 G5 和 V20 的手机销量不及预期, 一季度 LG 移动整体亏损 2 亿韩元 (约合 17.6 万美元), 已经是 LG 移动连续 8 个季度出现亏损。

表 16: LGD 4Q16 整体 ASP 环比增长 15.7%

	4Q16	3Q16	4Q15	QoQ	YoY
Revenues	7936	6724	7496	18.0%	5.9%
Operating income	904	323	61	179.9%	1382.0%
Net income	825	190	-14	334.2%	-5992.9%
shipment(M m*m)	10.77	10.86	10.27	-0.8%	4.9%
ASP(USD/m*m)	642	555	632	15.7%	1.6%

面板供应仍将持续紧张, 高端显示屏需求超出预期。库存量为 2.283 万亿韩元, 环比几乎持平。库存似乎保持低位, 供应紧张现象主要是大型电视面板。由于继续大规模迁移



和关闭低一代生产线，预计大面板供应紧张。一季度发布 OLED 壁纸电视、CSO(自发声电视)技术原型展示、OLED 双面显示技术，客户反响超出预期。

**技术迁移加快，调高资本支出指引。**由于 LCD 向 OLED 的迁移速度高于预期，同时，客户对 P-OLED 的兴趣和需求不断增长，公司战略目标和投资计划将做出一定的调整。公司调高全年资本支出预期，原因是新技术批量生产的需求不断增加。

**表 17:LGD 财务简述 (单位: USD/百万元, %)**

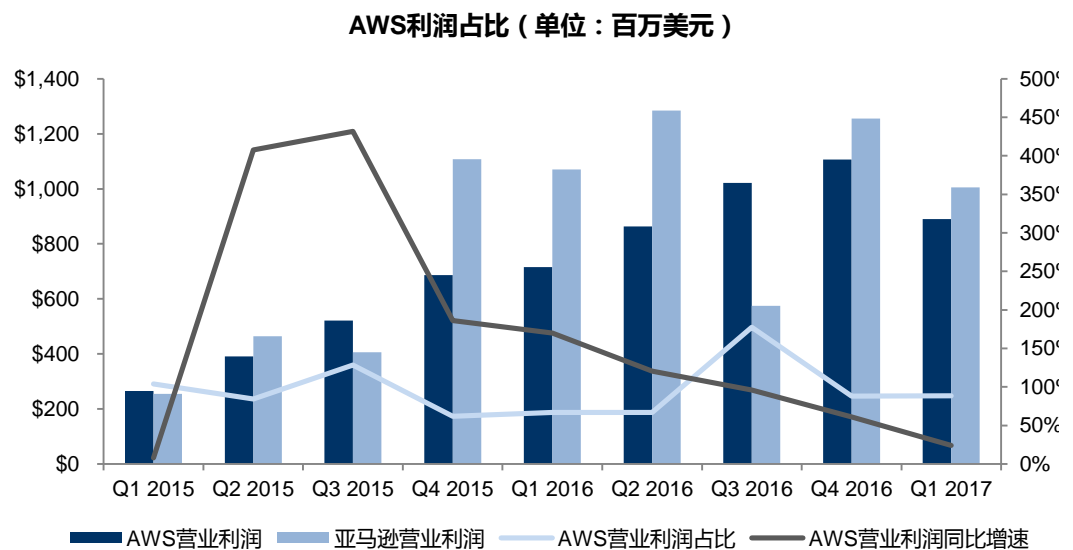
	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	24708.4	25135.6	25095.1	22855.2
同比 (%)		1.73%	-0.16%	-8.93%
营业利润	1063.7	1289.5	1437.4	1130.9
同比 (%)		21.24%	11.47%	-21.33%
净利润	389.5	859.2	854.6	781.9
同比 (%)		120.59%	-0.53%	-8.50%
EBIT	1063.7	1289.5	1437.4	1130.9
EBITDA	4568.4	4607.6	4422.1	3736.5
总资产	20625.2	21010.9	19200.4	20599.8
总负债	10369.8	10231.1	8395.7	9455.3
普通股权益	10078.5	10457.8	10369.3	10725.3
股东权益合计	10255.4	10779.8	10804.7	11144.5
经营活动现金流量	3289.8	2722.9	2433.3	3191.2
投资活动现金流量	-4130.3	-3280.4	-2438.0	-2801.7
资本支出	-3174.4	-2833.7	-2091.0	-3221.6
筹资活动现金流量	-363.1	432.0	-117.4	306.4
现金净流量	115.4	-110.9	342.3	-30.4
销售毛利率 (%)	12.98%	14.32%	15.20%	14.15%
销售净利率 (%)	1.58%	3.42%	3.41%	3.42%
EBIT Margin (%)	4.30%	5.13%	5.73%	4.95%
EBITDA Margin (%)	18.49%	18.33%	17.62%	16.35%
ROE (摊薄) (%)	3.80%	7.97%	7.91%	7.02%
ROA (%)	1.58%	3.42%	3.41%	3.42%
资产负债率 (%)	50.28%	48.69%	43.73%	45.90%
资产周转率 (倍)	119.80%	119.63%	130.70%	110.95%
流动比率	1.1	1.2	1.4	1.5
速动比率	0.8	0.8	1.0	1.1

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.16 Amazon (亚马逊, AMZN.O): AWS 贡献主要利润但增速放缓, 国际业务仍需高投入, 利润承压

**盈利利器 AWS 增速减缓但符合预期。**亚马逊 1Q17 营收为 357 亿美元, 同比增长 23%; 净利润为 7.24 亿美元, 同比增长了 41%, 这也是亚马逊连续第八个季度实现净利润。其中 AWS 营收为 36.6 亿美元, 略高于预期的 36.2 亿美元, 同比涨 43%。对比上季度的 47% 和前季度的 55%, 增长逐渐放缓。AWS 业务收入同比增速虽有所下滑, 但符合 AWS 目前的市场渗透率。AWS 仍是盈利利器, Q1 营收占比 10% 但贡献公司的 89% 运营利润。

图 17: AWS Q1 利润贡献率上升至 89%

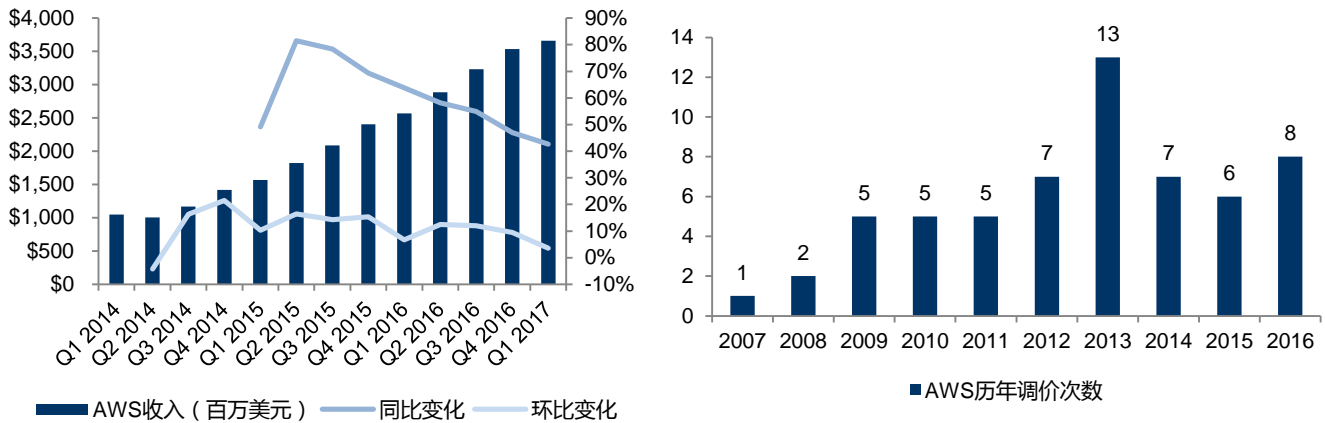


资料来源: 公司季报, 申万宏源研究

**受到调价策略的影响, AWS 环比收入、净利润增速下滑。**AWS 运营利润为 8.9 亿美元, 同比涨 47%。运营利润率为 24%, 低于上季度的 26.2% 和前季度的 26.6%。尽管频繁降价, 但考虑到 AWS 业务规模效应极强, 其成本结构主要是服务器及各类设备的折旧费用, 这类费用相对稳定, 而且不会随着使用频率增加而增长。从公司 2015 年与 2016 年的 AWS 单位面积收入来看, 单位面积为 AWS 业务带来的收入呈现提升, 规模效应已经体现。通过主动降价策略或影响短期收入, 但有利于市场份额的抢夺, 也可以达到培养用户使用习惯的目的。因此, 只要 AWS 的付费用户数持续增加, 其营业利润率势必会继续上升, 盈利能力越来越强。

图 18: AWS 季度收入增速放缓

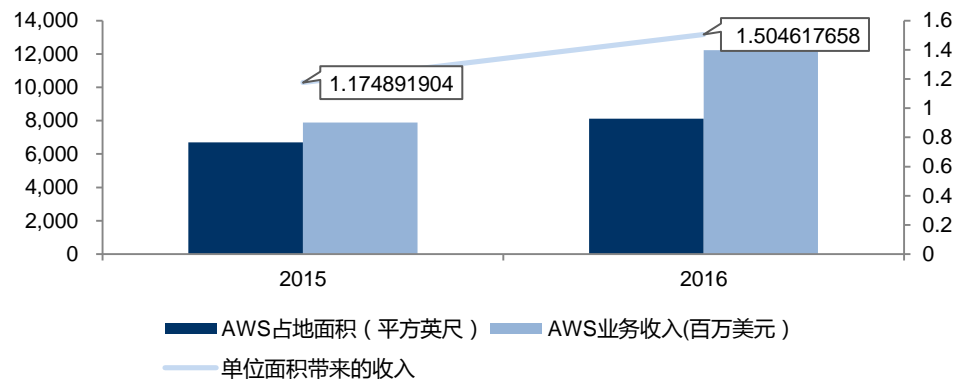
图 19: AWS 历史上 59 次降价的时间分布



资料来源：公司季报，申万宏源研究

资料来源：公开资料整理，申万宏源研究

图 20:: 2016 年 AWS 单位面积收入同比上升了近 28%



资料来源：公司年报，申万宏源研究

然而，尽管目前看 AWS 市场第一的份额无人可以撼动，但其市场占有率继续提升的空间有限。从全球公有云市场来看，未来市场增长点主要来自传统企业级客户。AWS 的产品并不具排他性，且 Azure 在大型企业用户中具备很强的竞争力，因而市场格局的变化仍需观察。

一季度 CAPEX 达 18.6 亿美元，高于去年同期 11.8 亿美元 58%。处于扩张期的国际业务会继续保持高收入、高投入的趋势。Q1 北美电商业务营收 210 亿美元，同比涨 24%，运营利润率 2.8%。亚马逊 3 月 28 日宣布收购中东最大的电商平台 SOUQ.com，这标志着亚马逊继发力印度之后，再度进军中东市场。截止目前亚马逊电商业务已覆盖了 11 个国家地区。国际业务的扩张使得营收的增长 16%，但同时相关的物流投入也影响了国际业务的利润，公司 Q1 仓储物流建设投入 47 亿美元，同比增长 27%。因而尽管 Q1 国际业务营收 111 亿美元，同比涨 16%，但运营利润率为-4.3%。亚马逊计划在 2018 年中期以前再建更多的仓库和创造 13 万全职和兼职就业机会。根据 CIPR 数据，目前 Prime 美国用户已达到 8000 万，美国渗透率达 80%，未来国际业务还有增长空间。

公司预计 Q2 营收将在 352.5 亿美元到 377.5 亿美元之间，这其中包括了 7.2 亿美元的汇率负面影响。营业利润将在 4.25 亿美元到 10.75 亿美元之间，低于去年同期 12.85 亿。

亚马逊生态圈的影响力正在逐渐扩大,未来更多的 IoT 概念将嵌入其中。99 美元 Prime 会员拥有极速物流、折扣优惠、音乐、视频、书籍和云存储等“线上+线下”的服务,一劳永逸。目前亚马逊正加快语音助手 Alexa 的研发速度,未来除 Echo 外还将有更多 IoT 实物(家用电器、手机、电脑、汽车等)会嵌入 Alexa 智能管家,并与 Prime 连成一线打通 IoT、物流管理、电商平台、流媒体等各个方面,将用户规模和消费规模的双雪球越滚越大。

表 18:亚马逊 财务简述 (单位: USD/百万元, %)

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	74452.0	88988.0	107006.0	135987.0
同比 (%)		19.52%	20.25%	27.08%
营业利润	745.0	178.0	2233.0	4186.0
同比 (%)		-76.11%	1154.49%	87.46%
净利润	274.0	-241.0	596.0	2371.0
同比 (%)		-187.96%	-347.30%	297.82%
EBIT	745.0	178.0	2233.0	4186.0
EBITDA	3998.0	4924.0	8514.0	12302.0
总资产	40159.0	54505.0	64747.0	83402.0
总负债	30413.0	43764.0	51363.0	64117.0
普通股权益	9746.0	10741.0	13384.0	19285.0
股东权益合计	9746.0	10741.0	13384.0	19285.0
经营活动现金流量	5475.0	6842.0	11920.0	16443.0
投资活动现金流量	-4276.0	-5065.0	-6450.0	-9876.0
资本支出	-3444.0	-4893.0	-4589.0	-6737.0
筹资活动现金流量	-625.0	4122.0	-4137.0	-3123.0
现金净流量	2031.0	1949.0	7331.0	9706.0
销售毛利率 (%)	27.23%	29.48%	33.04%	35.09%
销售净利率 (%)	0.37%	-0.27%	0.56%	1.74%
EBIT Margin (%)	1.00%	0.20%	2.09%	3.08%
EBITDA Margin (%)	5.37%	5.53%	7.96%	9.05%
ROE(摊薄) (%)	2.81%	-2.24%	4.45%	12.29%
ROA (%)	0.37%	-0.27%	0.56%	1.74%
资产负债率 (%)	75.73%	80.29%	79.33%	76.88%
资产周转率(倍)	185.39%	163.27%	165.27%	163.05%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.0
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.8

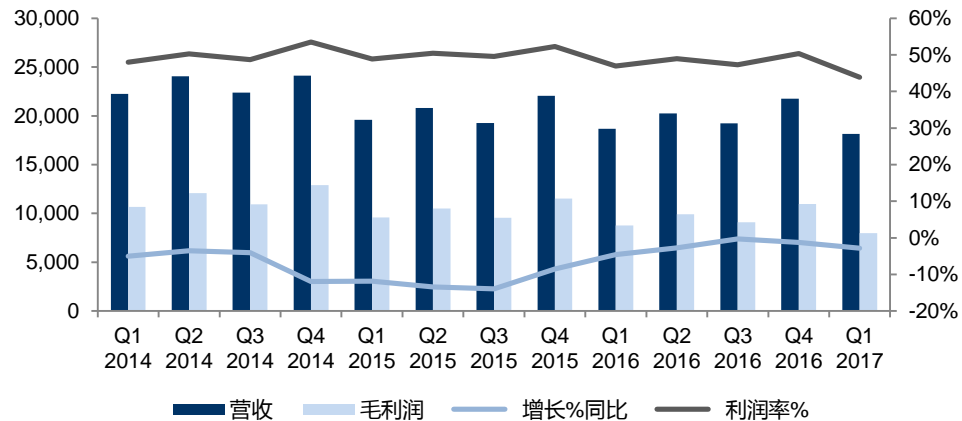
资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.17 IBM (IBM.N): 新核心业务占比提升, 转型完成尚无时间

拥有 105 年历史的科技巨头收入连续 20 季度下滑。IBM 一季度营收 181.55 亿美元, 同比下降 3%; 净利润 17.50 亿美元, 同比下降 13%; 持续经营利润 17.53 亿美元, 比去年同

期的 20.16 亿美元下降 13%。营收同比连续 20 个季度下滑。IBM 在季报中解释，公司 Q1 营业收入下滑主要是因为科技服务和云平台部门下基础设施服务业务收入的下降。由于德国法律规定不能长期与单一的 IT 服务商签订协议，因此公司损失了几位大客户。来自于持续运营业务的总毛利润率为 42.8%；来自非持续运营业务的亏损为 300 万美元。

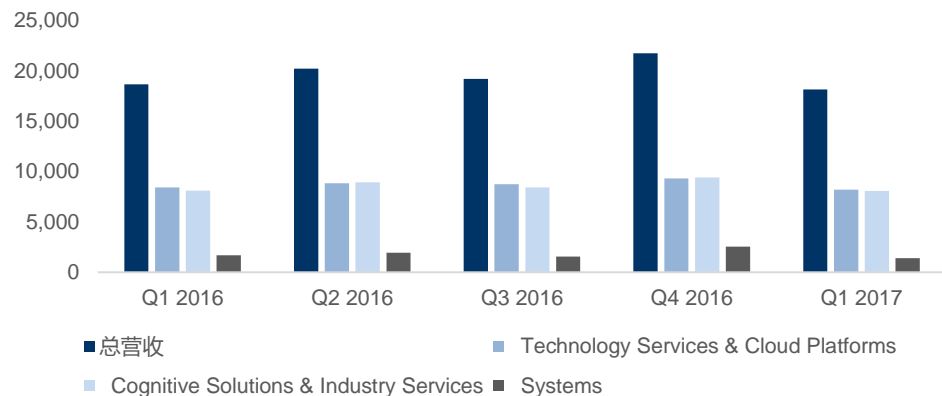
图 21：近五年来 IBM 季度收入连续下滑



资料来源：公司季报，申万宏源研究

从报表上看，公司几大业务部门：认知解决方案和全球商业服务部门、科技服务和云平台部门（包括基础设施服务、技术支持服务和一体化软件业务）、系统部门和全球融资部门收入均同比均有所下降。

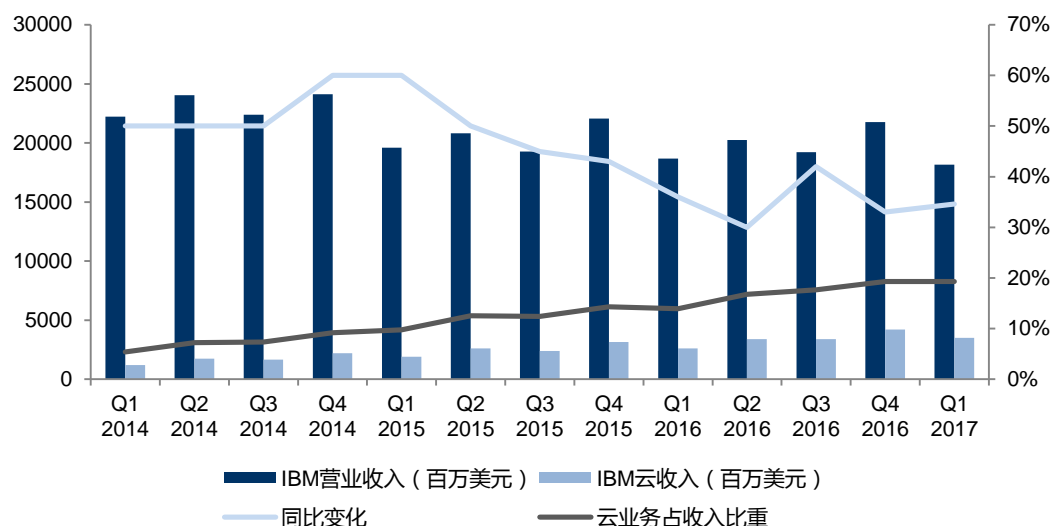
图 22：IBM 各业务部门 1Q17 收入同比均下降



资料来源：申万宏源研究

云业务的增长无疑是财报中亮眼的一笔。Q1 云业务收入 35 亿美元，同比增加 34.62%。增速虽有放缓，但仍然同样维持了较高的增长率。同时，云业务收入在 IBM 公司总收入中的占比从 2014 年一季度的 5.4% 增长到 2017 年一季度的 19.3%，在 PC 市场逐渐萎缩的如今，预计云业务将成为 IBM 公司下一阶段的增长驱动力。公司凭借在企业技术领域的资源和背景，IBM 赢得了美国航空、AT&T、摩根大通、荷兰银行、美国军方和 Maersk 公司等大客户。IBM 最近还宣布了一项与中国万达集团的云服务合同。云领域版图的不断扩张将为 IBM 公司带来更可观的云收入。

图 23：IBM 云业务占比逐年提升



资料来源：公司季报，申万宏源研究

由于过去几年 IBM 营收表现不佳，所以当前季度公司营收同比下降总是被市场过分解读。IBM 的战略是转型成为提供解决方案的云平台公司。IBM 将筹码押注在物联网、互联网安全以及人工智能上，希望通过这些新兴领域将这条蓝色大船带回正轨。在过去的 12 个月里 IBM 的战略业务（分析、云服务、移动、安全及社交业务）的营收当前已超过 340 亿美元，占总营收 42%。此外，IBM 也在不遗余力地 AI 上压注。但从现阶段来看，IBM 的新兴业务尚未形成规模，因此蓝色巨人重回主流还需要多少时间仍然是个消磨耐心的问题。

表 19: IBM 财务简述 (单位: USD/百万元, %)

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	98369.0	92793.0	81741.0	79919.0
同比 (%)		-5.67%	-11.91%	-2.23%
营业利润	19492.0	17790.0	15007.0	11474.0
同比 (%)		-8.73%	-15.64%	-23.54%
净利润	16483.0	12022.0	13190.0	11872.0
同比 (%)		-27.06%	9.72%	-9.99%
EBIT	19492.0	17790.0	15007.0	11474.0
EBITDA	24170.0	22282.0	18862.0	15855.0
总资产	126223.0	117271.0	110495.0	117470.0
总负债	103294.0	105257.0	96071.0	99078.0
普通股权益	22792.0	11868.0	14262.0	18246.0
股东权益合计	22929.0	12014.0	14424.0	18392.0
经营活动现金流量	17483.0	16868.0	17008.0	16958.0
投资活动现金流量	-7325.0	-3001.0	-8159.0	-10976.0
资本支出	-3623.0	-3740.0	-3579.0	-3567.0
筹资活动现金流量	-9854.0	-16107.0	-9639.0	-5842.0
现金净流量	13860.0	13128.0	13429.0	13391.0
销售毛利率 (%)	49.49%	50.01%	49.77%	47.92%
销售净利率 (%)	16.76%	12.96%	16.14%	14.86%
EBIT Margin (%)	19.82%	19.17%	18.36%	14.36%
EBITDA Margin (%)	24.57%	24.01%	23.08%	19.84%



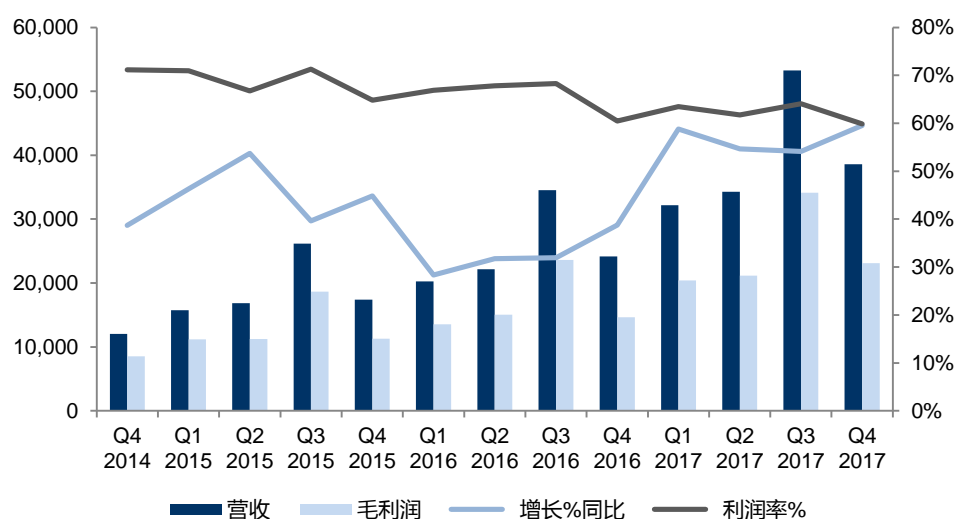
ROE(摊薄)(%)	71.89%	100.07%	91.44%	64.55%
ROA(%)	16.76%	12.96%	16.14%	14.86%
资产负债率(%)	81.83%	89.76%	86.95%	84.34%
资产周转率(倍)	77.93%	79.13%	73.98%	68.03%
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.0	0.9	1.0	1.0

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.18 Alibaba (BABA.N): Q4 财季收入同比增长 60%超预期, 后续成长更多依赖电商业务外延并购和新业务扩张。

阿里巴巴 FY 4Q17 实现收入 385.79 亿元, 同比增长 60%; 基于电商业务庞大的基数, 本财季增长大超预期。其中, 核心电商/云计算/娱乐/创新业务收入增速分别达 47%/103%/234%/88%。本季度公司调整后 EBITA 利润率约 39%, 较去年同期的 43%略有下滑。一方面, 随着云计算和娱乐的高速增长, 高利润率的核心电商收入占比由去年同期的 88.7% 降至 81.8%。另一方面, 对 Lazada 和优酷的收购一定程度上拉低了整体利润率。我们预计, 随着收入结构的变化, 公司利润率的趋势将持续, 但这恰恰反映了公司在多领域的领军地位正得到持续巩固。

图 24: 基于庞大基数之上, 阿里本财季营收增长仍大超预期



资料来源: 公司季报, 申万宏源研究

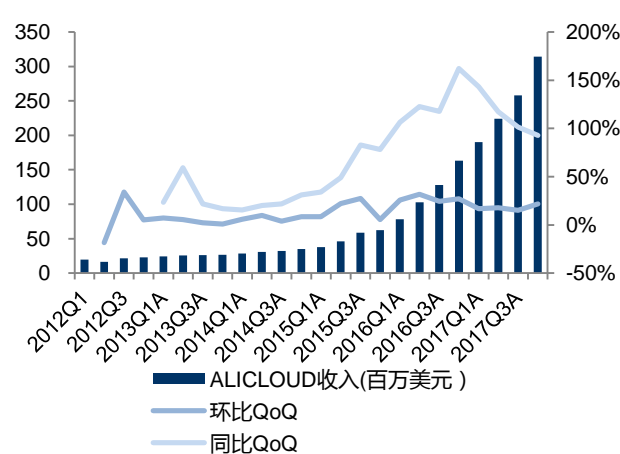
公司收入的超预期主要来自核心电商业务的强劲表现。根据 CNNIC 的研究报告, 截止到 2016 年底, 中国网购用户达到了 4.67 亿, 同期阿里巴巴活跃买家的数量为 4.43 亿, 即 95% 的网购用户都是天猫/淘宝的活跃买家用户。在几近饱和的用户基础之上, 一季度收入超预期主要来自于: 一方面, 公司海外零售收入持续提速, 本季度同比增长 312%; 另一方面, 公司的中国区电商广告业务实现收入 173.4 亿, 增长 46%。阿里通过推荐算法的优化, 提高了付费点击数和转化率。在流量变现方面, 阿里巴巴 2016 年首次超越百度成为网络广

告龙头，在全国网络广告市场占比达 25%。我们预计，随着电商流量的集中和广告技术工具的升级，该趋势将进一步巩固。但电商业务非无源之水，未来的持续增长，尤其是国际业务将主要通过投资并购方式实现。2017 财年，在速卖通、Lazada 平台的年度活跃海外买家数合计达到 8300 万，目前在运营 16 种包括俄语、西班牙语、法语等语种在内的站点。

**新业务处于培养阶段，运营亏损仍将继续。**2017 财年全年，阿里云计算收入规模达 9.86 亿美元，同比上年增长 121%，连续两年实现三位数增长。其中，2017 财年第四季度阿里云收入 3.14 亿美元，同比增长 103%，连续 8 个季度保持了 100% 以上的增速。阿里云目前在国内市场仍然保持着一家独大的市场格局。娱乐领域，优酷虽月活数绝对值不及腾讯视频和爱奇艺，但增速显著超过对手；阿里大文娱板块的协同效应将进一步助力优酷的增长。

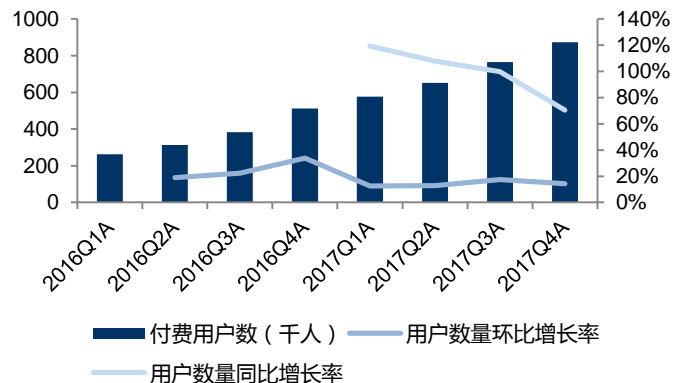
根据 IDC 统计，阿里云 2016 年市场份额占比 40.67%，超过了后 9 位云服务竞争厂商市场占比份额之和（中国电信、腾讯云、金山云分列二三名，市场份额依次为 8.51%、7.34%、6.02%。腾讯在财报中并未披露云收入情况）。阿里云在全球 14 个地域设立十个飞天数据中心，覆盖美国西部、美国东部、澳洲、欧洲、中东、新加坡、香港等全球 14 个地域的主要互联网市场。通过全球化布局和国际进程，阿里云在海外市场的表现优异，过去一年中阿里云在海外市场的规模增速超过 400%。与此同时，阿里云的付费用户数量也保持着较高的增长态势。17 财年 Q4 付费用户数量达到了 87.4 万人，同比增加了 70.4%。

图 25：阿里云季度收入数据



资料来源：申万宏源研究

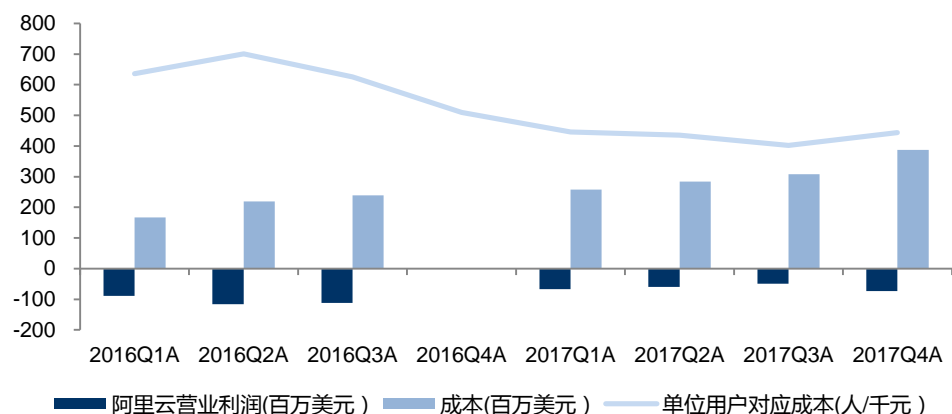
图 26：阿里云季度付费用户数据



资料来源：申万宏源研究

虽然阿里云业务目前仍未实现盈利，但是阿里云单位用户对应的资本投入已经从 2016 财年 Q1 季度的每人 636 元减少到了每人 443 元，减少了 30.35%。由于阿里云的业务主要为基础设施云，该部分费用主要由服务器等设备的折旧费用构成，且不会随着用户数量的增加与使用频率的增加而增加，费用结构相对固定，因此有着极强的规模效应。随着用户数量的逐渐增加以及固定设备投入的逐渐完善，阿里云的盈利将由负转正，盈利能力会得到提升。

图 27：阿里云规模经济已有所体现



资料来源: 申万宏源研究

表 20: 阿里财务简述 (单位: USD/百万元, %)

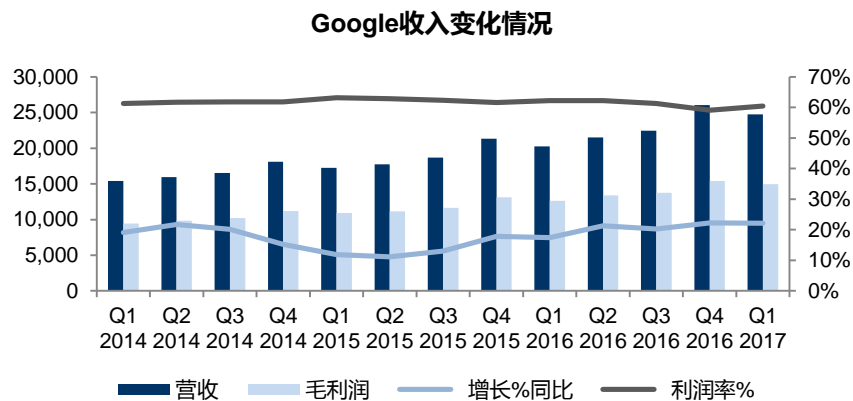
	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	5488.9	8582.6	12302.0	15911.5
同比 (%)		56.36%	43.34%	29.34%
营业利润	1709.6	4073.6	3734.8	4578.2
同比 (%)		138.27%	-8.32%	22.58%
净利润	1356.8	3811.2	3916.6	11241.9
同比 (%)		180.90%	2.76%	187.03%
EBIT	1709.6	4073.6	3734.8	4578.2
EBITDA	1858.3	4343.9	4447.5	5632.4
总资产	10270.2	17938.2	41189.1	56480.2
总负债	8491.7	11374.3	15699.9	17754.0
普通股权益	-3.9	4717.9	23558.3	33681.6
股东权益合计	1778.5	6564.0	25489.2	38726.3
经营活动现金流量	2302.0	4312.1	6653.9	8941.3
投资活动现金流量	86.7	-5393.9	-8629.3	-6738.0
资本支出	-398.0	-780.7	-1243.9	-1706.1
筹资活动现金流量	-235.7	1514.8	14107.0	-2419.5
现金净流量	1904.0	3531.3	5410.0	7235.2
销售毛利率 (%)	71.84%	74.54%	68.72%	66.03%
销售净利率 (%)	24.72%	44.41%	31.84%	70.65%
EBIT Margin (%)	31.15%	47.46%	30.36%	28.77%
EBITDA Margin (%)	33.86%	50.61%	36.15%	35.40%
ROE (摊薄) (%)	76.29%	58.06%	15.37%	29.03%
ROA (%)	24.72%	44.41%	31.84%	70.65%
资产负债率 (%)	82.68%	63.41%	38.12%	31.43%
资产周转率 (倍)	53.45%	47.85%	29.87%	28.17%
流动比率	1.8	1.8	3.6	2.6
速动比率	1.4	1.2	3.2	2.2

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.19 Alphabet (谷歌,GOOG.O): Q1 业绩超预期,重点发力人工智能

Alphabet 一季度营收 247.5 亿美元,同比涨 22%,高于市场预期,主要鉴于移动端广告搜索业务、YouTube 的增长。广告业务营收 214.1 亿美元,同比涨 19%,其他业务包括云计算、硬件销售达 31 亿美元,同比大涨 49%。Other Bets 营收同比大涨 48%至 2.44 亿美元,随着包括 Fiber、Nest、Ara 等业务调整,盈利情况有望进一步改善。

图 28: 公司 17Q1 收入继续超预期(单位:百万美元)

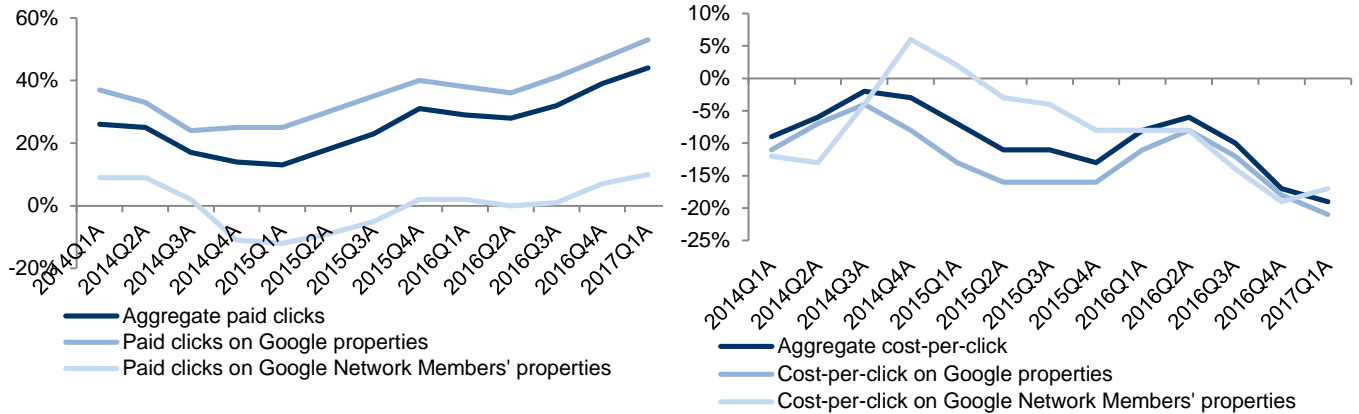


资料来源:公司财报,申万宏源研究

**Q1 广告业务超预期,但广告点击价格下滑,流量获取成本攀升。**广告业务指标方面 Google 调整了指标算法,调整后 Cost per click 同比降 19%,对比 4Q 的-17%和 3Q 的-10%,跌幅略有扩大。因为移动广告需求强劲, Paid clicks 同比涨 44%,对比 4Q 的 39%和 3Q 的 32%,创下付费点击增长率新高。但为了支撑广告业务,公司的流量获取成本也在攀升,去年为获取流量向合作伙伴共计支付了 59 亿美元,占旗下网站总收入的 9.2%,高于此前一年的 7.8%。Alphabet 是全球最大媒体主,2016 年广告收入 794 亿美元,是第二名 Facebook (269 亿美元)的近三倍,百度排名第四录得 93 亿美元。美国互动广告局 IAB 报告显示,谷歌 2017 年的数字广告收入预计将增长 15%,而 Facebook 将增长 32%。YouTube 广告争议短期或影响收入,但全年看对 Alphabet 利润影响微乎其微。

图 29: 本季度 Paid clicks 创下增长率新高

图 30: cost-per-click 连续下降幅度下降



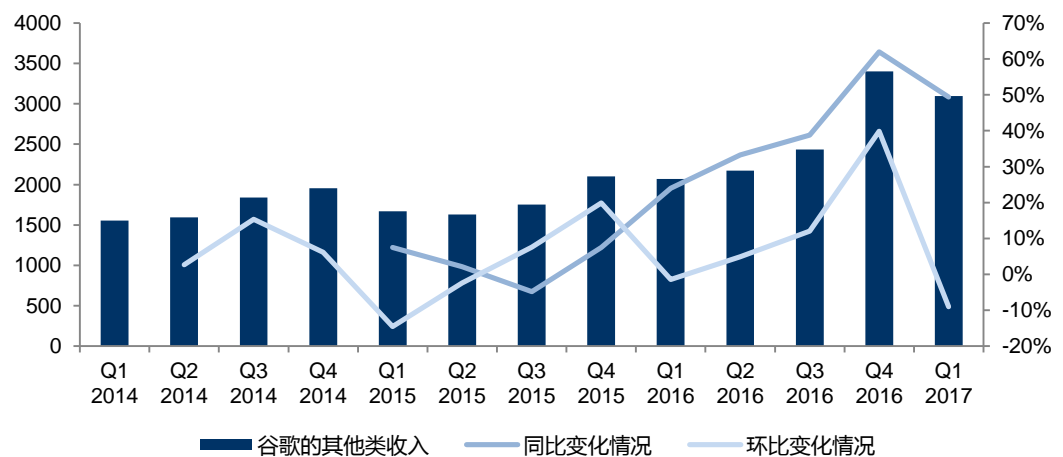
资料来源：公司财报，申万宏源研究

资料来源：公司财报，申万宏源研究

**YouTubeTV 对公司利润或存在负面影响，但属战略布局。**YouTube 最近在美国 5 个城市推出 YouTube TV 互联网电视流媒体服务，用户月费 35 美元，包括 45 个直播电视频道，仅为有线电视订阅均价的一半。根据 2017 年 SNL Kagan 提供的数据，联属营销费用是按照 persubscriber 的标准征收的，至少达到 31.25 美元，随着频道的增加，金额可能会超过 35 美元。从结构上讲，YouTube TV 的利润率是很低的，它的主要目的是刺激竞争，让更多的传统直播电视节目通过互联网提供——增加可编程电视广告的购买，在数字领域精准投放。在转变过程中，Google 可以提供广告网络基础设施，让企业通过 AdSense 之类的平台购买程序化广告。2016 年，美国电视广告开支约为 670 亿美元，数字视频广告仅 67 亿美元，也就是说仅 1% 用了可编程的方式提供。市场广阔的同时，竞争也存在，比如 Sling TV 和索尼 PlayStation Vue，潜在的如有线电视运营商 Comcast 和电信运营商 Verizon，以及亚马逊 Prime 打包会员服务。

即使推出 YouTube TV，YouTube 的核心业务是带广告的视频业务。2016 年 YouTube 在亚洲地区的所有指标包括观众观看时间、合作伙伴上传视频数量等均实现三位数增长。2017 年，剔除流量和内容采购成本后，YouTube 的目标是获得 70 亿美元营收。YouTube 持续推出本地化功能来吸引上网条件有限的用户，打造“增加 10 亿网络用户计划”，消除来自广告商、用户或电信公司方面的系统阻力。

图 31：公司 Other Bets 收入



资料来源：公司季报，申万宏源研究

1Q17 谷歌其他类收入高增主要来自于 Google play 收入的拉动，但随着全球移动应用市场的逐渐饱和，预计 Google play 的增速预计回归平缓。其他高投入项目成本压力巨大。公司自动驾驶汽车项目 Waymo（16 年底拆分独立）、光纤项目 Google Fiber、智能恒温器厂商 Nest 和生命科学公司 Verily 仍然保持着一定的营收和远大于营收的亏损，并且商业模式尚不明朗。谷歌在一季报当中并未单独披露云收入的规模。根据 Synergy Research Group 的测算，谷歌云一季度收入增速接近 100%，未来尚存在着较大的增长空间。谷歌从 16 年开始斥资收购云平台相关厂商。2016 年，谷歌云收购了谷歌云应用软件培训公司 Synergys、视频流厂商 Anvato、销售云计算软件的平台型公司 Orbitera 以及以 6.25 亿美元收购了 API 管理厂商 Apigee。同时 17 年初，谷歌收购了主要业务为预测建模和分析竞赛的平台型公司 Kaggle。随着谷歌在云服务行业布局的完善，谷歌在基础设施云上的份额预计将得到提升。

表 21: Alphabet 财务简述（单位：USD/百万元，%）

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	55519.0	66001.0	74989.0	90272.0
同比(%)		18.88%	13.62%	20.38%
营业利润	15403.0	16496.0	19360.0	23716.0
同比(%)		7.10%	17.36%	22.50%
净利润	12920.0	14136.0	16348.0	19478.0
同比(%)		9.41%	15.65%	19.15%
EBIT	15403.0	16496.0	19360.0	23716.0
EBITDA	19342.0	21475.0	24423.0	29860.0
总资产	110920.0	129187.0	147461.0	167497.0
总负债	23611.0	25327.0	27130.0	28461.0
普通股权益	87309.0	103860.0	120331.0	139036.0
股东权益合计	87309.0	103860.0	120331.0	139036.0
经营活动现金流量	18659.0	22376.0	26572.0	36036.0
投资活动现金流量	-13679.0	-21055.0	-23711.0	-31165.0
资本支出	-7358.0	-10959.0	-9950.0	-10212.0
筹资活动现金流量	-860.0	-1872.0	-4659.0	-8502.0
现金净流量	11301.0	11417.0	16622.0	25824.0
销售毛利率(%)	6038.65%	6107.48%	6244.25%	6107.54%
销售净利率(%)	23.27%	21.42%	21.80%	21.58%
EBIT Margin(%)	27.74%	24.99%	25.82%	26.27%
EBITDA Margin(%)	34.84%	32.54%	32.57%	33.08%
ROE(摊薄)(%)	14.80%	13.61%	13.59%	14.01%
ROA(%)	23.27%	21.42%	21.80%	21.58%
资产负债率(%)	21.29%	19.60%	18.40%	16.99%
资产周转率(倍)	50.05%	51.09%	50.85%	53.89%
流动比率	4.6	4.7	4.7	6.3
速动比率	4.2	4.4	4.4	6.0

资料来源：Wind, Bloomberg, 申万宏源研究



## 2.20 Microsoft (微软, MSFT.O): 季报略低于预期, 但 Azure 继续维持高增长态势

微软第三财季营收为 220.90 亿美元, 同比增长 8%; 净利润为 48.01 亿美元, 与去年同期的 37.56 亿美元相比增长 28%。手机业务在遭遇了近年来的断崖式下跌后, 本季度不再在财报中披露, 似乎显示纳德拉的“移动为先”战略失败告终。而微软正在全力执行“云为先”战略。

表 22: 微软 Q3 Financial Summary

Q3-FY17	GAAP results	Growth	Non-GAAP	Growth	CG Growth	LinkedIn results
revenue (billions)	\$ 22.1	8%	\$23.60	6%	7%	\$ 1.0
gross margin	\$ 14.0	10%	15.5	7%	9%	\$ 0.6
gross margin%	64%	2pts	66%	1pt		59%
operating income	\$ 5.6	6%	7.1	2%	5%	\$ -0.4
net income	\$ 4.8	28%	5.7	13%	16%	
duiluted earnings per share	\$ 0.6	30%	0.73	16%	19%	

资料来源: 公司盈利会议, 申万宏源研究

该季度微软的 Azure 云服务收入同比增长 94%。增速虽有所下滑, 但是却是亚马逊 AWS 云服务收入增速的两倍之多。实际上我们也看好微软将 SaaS 服务嫁接到 Azure 之上的能力和潜力。Azure 云所在的 intelligent cloud 部门本季度销售额为 67.6 亿美元, 同比增长 10.94%, 是业绩增长的重要动力。Office 云化为 Office 365, 通过 SaaS 订购模式被更多消费者和企业所欢迎。Office 365 销售增长了 45%, 订阅顾客从一年前的 2200 万增长到现在的 2620 万, 同比增长 19.1%。

表 23: 微软 各项业务净收入同比增长率 (单位%)

	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
按业务分	2016	2016	2017	2017	2017
Productivity and Business Processes	6	8	8	12	23
Office 365 Commercial	63	59	54	49	45
Office consumer products	6	18	8	21	14
Dynamics	9	7	13	9	11
Office commercial products and					
cloud services	7	9	8	7	8
Intelligent Cloud	8	10	10	10	12
Azure	120	108	121	95	94
Server products and cloud					
services	5	8	13	14	16
Enterprise Services	15	14	2	-2	0
More Personal Computing	3	-2	-1	-4	-7
Search advertising	18	17	10	11	9

Windows OEM	2	11	0	5	5
Windows OEM Pro	-11	2	1	6	10
Windows OEM non-Pro	15	27	-1	5	-1
Surface	61	9	39	0	-25
Phone	46	-70	-71	-81	—

资料来源：申万宏源研究

尽管目前 Office365 仍然贡献了云服务的大部分收入，尽管 Azure 的市占率仅为 AWS 的一半，但未来 Azure 最大的增长点在于混合云和云迁移这一块。事实上，微软是少数几个在内部部署和云计算方面具有增长潜力的传统技术玩家之一。微软 CEO Satya Nadella 在财报会议上表示，微软的内部部署基础用户群确实颇为庞大，这种内部部署产品需求将会持续，但无论是 Office、Dynamics 还是 Windows 服务器，最终都会明确回归到 Azure 迁移的路上。微软已经准备要在传统上被称为 CRM 以及 ERP 等各种的主流产品上开展云计算转型。据云管理公司 Right Scale 公布的 2017 年云状态报告显示，微软的 Azure 正在不断蚕食亚马逊 AWS 市场份额。

表 24:财务简述（单位：USD/百万元，%）

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	77849.0	86833.0	93580.0	85320.0
同比(%)		11.54%	7.77%	-8.83%
营业利润	26764.0	27759.0	18161.0	20182.0
同比(%)		3.72%	-34.58%	11.13%
净利润	21863.0	22074.0	12193.0	16798.0
同比(%)		0.97%	-44.76%	37.77%
EBIT	26764.0	27759.0	18161.0	20182.0
EBITDA	30519.0	32971.0	24118.0	26804.0
总资产	142431.0	172384.0	174472.0	193694.0
总负债	63487.0	82600.0	94389.0	121697.0
普通股权益	78944.0	89784.0	80083.0	71997.0
股东权益合计	78944.0	89784.0	80083.0	71997.0
经营活动现金流量	28833.0	32231.0	29668.0	33325.0
投资活动现金流量	-23811.0	-18833.0	-23001.0	-23950.0
资本支出	-4257.0	-5485.0	-5944.0	-8343.0
筹资活动现金流量	-8156.0	-8533.0	-9741.0	-8460.0
现金净流量	24576.0	26746.0	23724.0	24982.0
销售毛利率(%)	7398.94%	6881.60%	6469.54%	6157.99%
销售净利率(%)	28.08%	25.42%	13.03%	19.69%
EBIT Margin(%)	34.38%	31.97%	19.41%	23.65%
EBITDA Margin(%)	39.20%	37.97%	25.77%	31.42%
ROE(摊薄)(%)	27.69%	24.59%	15.23%	23.33%
ROA(%)	28.08%	25.42%	13.03%	19.69%
资产负债率(%)	44.57%	47.92%	54.10%	62.83%
资产周转率(倍)	54.66%	50.37%	53.64%	44.05%
流动比率	2.7	2.5	2.5	2.4
速动比率	2.5	2.3	2.3	2.2

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.21 Symantec (赛门铁克, SYMC.O): 17 财年限经转型阵痛, 未来专注网络安全

17 财年公司历经转型阵痛, 收入不及预期, 股价进行短期调整, 18 年财年将恢复高增。FY 2017 Q4 收入 11.15 亿美元, 同比增长 28%。2017 财年收入 40.2 亿美元, 同比增长 12%。由于折价剥离 Veritas, 在 GAAP 美国会计标准下计入利润表, 导致公司 17 财报出现大幅亏损。在不计入的 Non-GAAP 国际会计标准下, 净利润 1.84 亿美元, 同比增长 25%。利润不及预期的原因主要在于公司在去年进行了一系列的资本运作, 剥离 Veritas, 收购 bluecoat 和 lifestock, 并进行一系列业务转型及裁员, 导致成本增加。

赛门铁克经营 PC 反病毒产品多年, 但 PC 市场正在萎缩, 网络威胁却越来越鬼祟和恶意满满。2 年前, 一位赛门铁克高管甚至宣称杀毒软件已死。如今, 零日漏洞利用和勒索软件之类的危险正影响着公司企业及消费者, 但反病毒产品却无法跟上威胁的脚步。拆分 Veritas 后, 赛门铁克将更加专注于网络安全业务的发展, 同时将用户安全服务的购买形式云化。公司已经试图将其用户安全服务的购买形式从一次性付费使用转换成按期收费使用, 提高 ARPU 值。一系列拆分收购均是集中力量发展主业并向网络安全转型。转型之后公司业务重点将放在四大核心领域: 威胁防护、信息防护、统一的安全分析平台和网络安全服务。

表 25: Results for the Fourth quarter of fiscal year 2017

GAAP	4Q17	4Q16	Reported YoY change	FX Adjusted YoY change
Revenue(millions)	\$ 1,115	\$ 873	28%	29%
operating margin	-16.00%	14.70%	(3070) bps	(3010) bps
net income(loss)	\$ -143	\$ 2,045	-107%	
EPS(diluted)	\$ 0.23	\$ 3.15	-107%	
CFFO	\$ 353	\$ 250	41%	
Non-GAAP	4Q17	4Q16	Reported YoY change	FX Adjusted YoY change
Revenue	\$ 1,176	\$ 873.00	35%	36%
operating margin	26.70%	24.50%	220bps	240bps
net income	\$ 184	147	25%	
EPS(diluted)	\$ 0.28	\$ 0.22	27%	

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

工控(企业)安全收入继续高速增长, 46.5 亿美元收购 bluecoat 初见成效。赛门铁克一直以来都专注在终端安全上, 而 Blue Coat 则专精于网络方面, 包括加密流量管理。通过此次并购, 赛门铁克称可提供门类齐全的产品, 承诺更好的总体安全和威胁检测。Q4 同比增长 40%, 全年增长 22%。Bluecoat 云订阅收入同比增长 67%。为提振销售, 赛门铁克希望将其产品售给 Blue Coat 的客户, Blue Coat 的产品也可以卖给赛门铁克的客户。目前, 赛门铁克拥有大约 37 万家企业客户, 而 Blue Coat 则有 1.5 万家。

23 亿美元收购标的 Lifestock 收入超预期，预计 18 财年将继续保持稳定增长。Q4 同比增长 12%。Lifestock Q4 收入 1 亿美元。交易在 2017 年第一季度完成。交易完成后的第一个财年，两家公司合并后的消费者安全业务将实现 23 亿美元的收入。

表 26:赛门铁克 2018 年第一财季盈利预测

GAAP	FY 1Q18	FX Adjusted YoY Growth
Revenue(in millions)	\$1133-1163	31%-34%
Enterprise security	\$618-638	31%-35%
consumer digital safety	\$515-525	30%-33%
operating margin	10%-8%	
EPS	\$0.25-0.21	
Non-GAAP	FY 1Q18	FX Adjusted YoY Growth
Revenue	\$1185-1215	37%-40%
Enterprise security	\$640-660	36%-40%
consumer digital safety	\$545-555	38%-40%
operating margin	27%-29%	
EPS(diluted)	\$0.28-0.32	

资料来源：公司财报，申万宏源研究

2018 财年企业安全与云安全将继续保持高速增长。随着公司转型的接近完成，费用率降低，收购公司的整合，18 年公司预计继续保持高速增长。从现金流来看，近 5 年的经营活动现金流量净额逐年下降，公司于 17 财年初提出在 18 财年结束前完成 5.5 亿成本缩减计划，随着剥离 Veritas，目前已完成 3 亿美元。公司计划于 18 财年完成成本缩减，公司盈利能力进一步加强。基于 Non-GAAP，公司预计 18 财年 1 季度（即 17 年第二季度）收入增速 37%-40%，工控安全与云安全同时保持 40%左右增长。预计全年工控安全增速 16%-19%，云安全增速 35%-37%，整体收入增加 24%-26%。

表 27:赛门铁克 财务简述（单位：USD/百万元，%）

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	6906.0	6676.0	3956.0	3600.0
同比(%)		-3.33%	-40.74%	-9.00%
营业利润	1106.0	1183.0	154.0	457.0
同比(%)		6.96%	-86.98%	196.75%
净利润	755.0	898.0	878.0	2488.0
同比(%)		18.94%	-2.23%	183.37%
EBIT	1106.0	1183.0	154.0	457.0
EBITDA	1744.0	1674.0	505.0	761.0
总资产	14508.0	13539.0	13233.0	11767.0
总负债	9032.0	7742.0	7298.0	8091.0
普通股权益	5476.0	5797.0	5935.0	3676.0
股东权益合计	5476.0	5797.0	5935.0	3676.0
经营活动现金流量	1593.0	1281.0	1312.0	796.0
投资活动现金流量	-319.0	-583.0	-1154.0	7173.0
资本支出	-336.0	-260.0	-303.0	-272.0
筹资活动现金流量	249.0	-1676.0	-991.0	-4860.0
现金净流量	1257.0	1021.0	1009.0	524.0

销售毛利率(%)	82.99%	82.79%	81.62%	82.92%
销售净利率(%)	10.93%	13.45%	22.19%	69.11%
EBIT Margin(%)	16.02%	17.72%	3.89%	12.69%
EBITDA Margin(%)	25.25%	25.07%	12.77%	21.14%
ROE(摊薄)(%)	13.79%	15.49%	14.79%	67.68%
ROA(%)	10.93%	13.45%	22.19%	69.11%
资产负债率(%)	62.26%	57.18%	55.15%	68.76%
资产周转率(倍)	47.60%	49.31%	29.89%	30.59%
流动比率	1.2	1.3	1.2	1.7
速动比率	1.0	1.2	1.0	1.6

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.22 Check point (CHKP.O): 延续超预期的表现, 加码移动端投入

Check Point, 一家以色列的互联网安全解决方案供应商, 在全球 VPN 及防火墙市场上居于领导地位, 是全球最大的云安全厂商。Check Point 通过遍布 88 个国家及地区的 2,200 多家合作伙伴销售及集成其解决方案, 同时提供相关服务。

表 28: Check Point 在 UTM 和防火墙安全一体机全球收入排名第二, 2016 年 PAN 份额有所提升

Vendor	4Q16 Revenue	4Q16 Market Share	4Q15 Revenue	4Q15 Market Share	YoY Growth
1. Cisco	\$ 451.65	14.0%	\$ 425.14	14.4%	6.2%
2. Check Point	\$ 409.63	12.6%	\$ 379.26	12.8%	8.0%
3. Palo Alto Networks	\$ 366.86	11.4%	\$ 287.55	9.7%	27.6%
4. Fortinet	\$ 314.94	9.8%	\$ 252.85	8.6%	24.6%
5. Huawei	\$ 157.05	4.9%	\$ 88.02	3.0%	78.4%
Other	\$ 1,529.13	47.4%	\$ 1,521.18	51.5%	0.5%
Total	\$ 3,226.55	100.0%	\$ 2,954.01	100.0%	9.2%

资料来源: IDC, 申万宏源研究

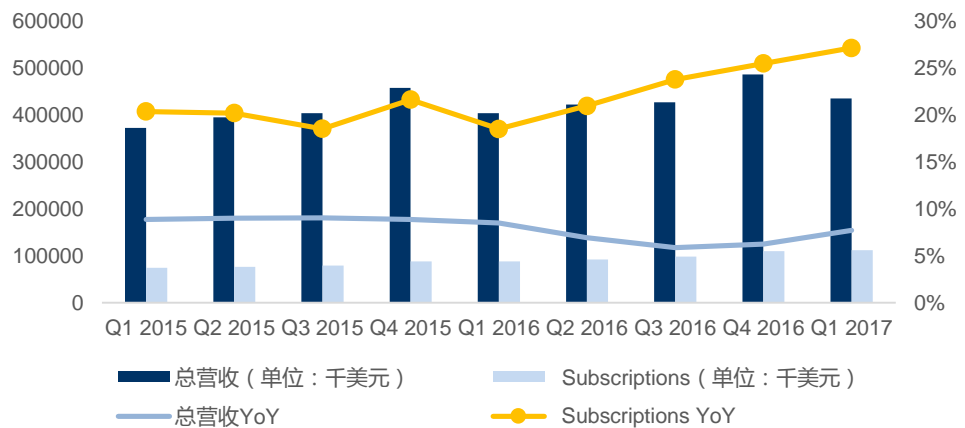
公司 2017 财年一财季营业收入 4.35 亿美元, 同比增长 7.71%, 略高于市场预期。收入的增长主要是由于数据中心需求的增长。调整后的营业收入增长 4.2% 至 2.332 亿美元。盈利 1.83 亿美元, 同比增长 9.04%。该营业利润率缩水至 53.5%, 但仍为行业最高。调整后的每股盈余增长 13.2% 至 1.20 美元, 高于分析师平均预测的 1 美分。

Check Point 将继续受益于对未来网络安全解决方案的强烈需求, 尤其是受益于移动端以及云端的发展。之前大规模对数据中心的收购和拓展已开始体现在 Q1 的业绩中, 公司将继续加大对移动端的投入。上半年推出的 Check Point Infinity 是一个网络, 云端和移动安全平台, 提供先发威胁预防功能, 以保护客户免受不断增加的网络攻击的侵害。

大客户占收入主体, 大单签约数同比增加。Check Point 的客户包括全部财富 100 强公司以及成千上万的各种规模的企业。17 年第一季度新增签约金额超过 100 万美元的客户数

达到了 50，相比于去年同期的 43 增加了 16%。此外，新增签约金额超过 5 万美元占到了总收入的 70%。

图 32: check point 营收增长平稳，订阅收入高增



资料来源：申万宏源研究

ARPU 的持续提升和产品云化的促使收入增长，全年大概率保持高增。公司的 software blades 订阅收入增加了 27.2%至 1.121 亿美元，占总收入的 25.7%，而去年同期为 21.8%。公司预计二季度收入为 4.4 到 4.65 亿美元，全年收入 18.5 亿到 19 亿美元（16 全年录得 17.4 亿收入）。

表 29:Check Point 财务简述（单位：USD/百万元，%）

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	1394.1	1495.8	1629.8	1741.3
同比 (%)		7.30%	8.96%	6.84%
营业利润	760.9	801.1	839.7	852.3
同比 (%)		5.28%	4.83%	1.49%
净利润	652.8	659.6	685.9	724.8
同比 (%)		1.04%	3.99%	5.68%
EBIT	760.9	801.1	839.7	852.3
EBITDA	772.5	812.3	853.7	867.0
总资产	4886.4	4948.8	5069.9	5217.6
总负债	1284.3	1311.3	1538.0	1726.5
普通股权益	3602.1	3637.6	3531.9	3491.1
股东权益合计	3602.1	3637.6	3531.9	3491.1
经营活动现金流量	811.3	785.9	946.7	946.2
投资活动现金流量	-545.9	-246.1	-152.9	-109.8
资本支出	-9.6	-12.7	-17.3	-24.1
筹资活动现金流量	-431.7	-686.2	-863.5	-841.3
现金净流量	801.7	773.1	929.4	922.2
销售毛利率 (%)	88.38%	88.21%	88.51%	88.52%
销售净利率 (%)	46.83%	44.09%	42.08%	41.63%
EBIT Margin (%)	54.58%	53.55%	51.52%	48.94%
EBITDA Margin (%)	55.41%	54.31%	52.38%	49.79%
ROE (摊薄) (%)	18.12%	18.13%	19.42%	20.76%



ROA (%)	46.83%	44.09%	42.08%	41.63%
资产负债率 (%)	26.28%	26.50%	30.34%	33.09%
资产周转率 (倍)	28.53%	30.23%	32.15%	33.37%
流动比率	1.6	1.8	1.6	1.6
速动比率	1.6	1.8	1.6	1.6

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.23 Palo Alto Networks (PANW.N): 订阅收入继续高增, 成本增速放缓

Palo Alto Networks 是一家网络安全公司, 为企业、服务供应商和政府机构提供新一代网络安全平台, 从而确保他们的网络安全。该公司主要通过分销商, 转销商和战略合作伙伴销售其产品和服务。公司核心产品是 Next-Generation 防火墙。

FY17Q3 (截止 2017 年 4 月 30 日) 收入大超预期, 订阅收入继续高歌猛进。2017 财年 Q3 收入 4.32 亿美元, 同比增长 24.9%, 其中, 订阅及支付服务收入 2.69 亿美元, 同比增长 45.7%。SaaS 服务同比增长 55%, 支持收入同比增长 37%。预计 Q4 财年收入 4.81 亿美元到 4.91 亿美元, 同比增长 20%到 30%。从现金流量表来看, 近 5 年的经营活动现金流量增加迅猛, 年化增长率达到 170%。这样的收益成绩和 Check Point 已经很接近 (Check Point 同期收入为 4.35 亿美元), 而 Check Point 目前保持个位数稳定增长。

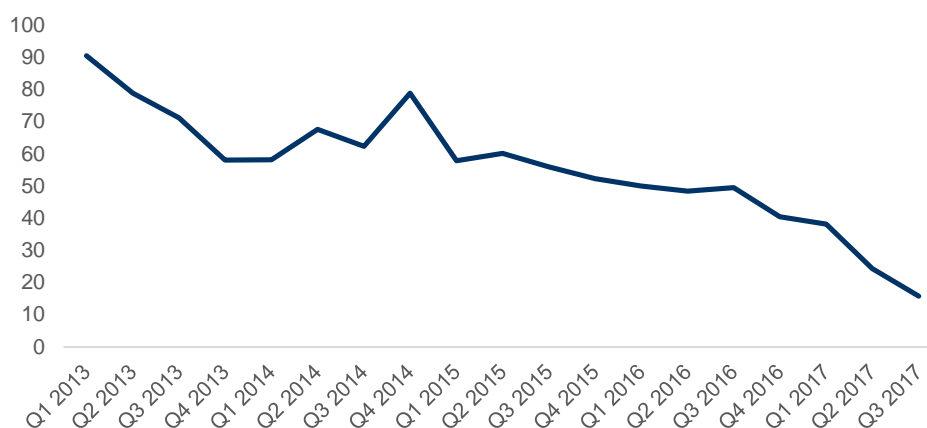
表 30:Palo Alto Networks 订阅收入仍保持 50%以上增长

	Q1 2016	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017
营收 (千 USD)	297,200	334,700	345,800	400,800	398,100	422,600	431,800
Subscription (千 USD)	73,600	84,300	92,600	106,500	121,200	134,300	143,200
收入增长 YoY					33.95%	26.26%	24.87%
Subscription 增长 YoY					65%	59%	55%

资料来源: 申万宏源研究

消费者数量增加导致订阅收入高增。公司上季度增加了 2000 名新的客户, 其中一部分来自于竞争对手, 显示了公司安全服务的吸引力。同时, 公司与其他网络安全公司保持良好的合作关系, 从而为客户提供良好的网络安全生态系统, 提升客户体验。

图 33: Palo Alto Networks 销售费用同比放缓



资料来源：公司财报，申万宏源研究

**SaaS 模式现金流快速增长，销售费用增速逐渐放缓。**公司上市之后连年亏损主要是因为 SaaS 模式成本高企导致。以最新一个财季来看，公司在产品方面的支出达 1.23 亿美元，大约是 Check Point 的将近 3 倍；运营支出则高达 3.57 亿美元，其中主要是销售费用占总营业开支的 64%。但乐观信号在于，公司现金流持续高增，2016 财年经营性现金流同比增长 88%。同时销售费用同比连续 9 个季度下降，本季度公司亏损幅度也有所遏制。

表 31: Palo Alto Networks 财务简述 (单位: USD/百万元, %)

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	396.1	598.2	928.1	1378.5
同比 (%)	55.25%	51.01%	55.15%	48.54%
营业利润	-18.6	-215.3	-133.5	-190.1
同比 (%)	-578.57%	1056.47%	-37.99%	42.36%
净利润	-29.2	-226.5	-165.0	-225.9
同比 (%)	-4068.25%	674.30%	-27.14%	36.92%
EBIT	-18.6	-215.3	-133.5	-190.1
EBITDA	-8.7	-195.9	-104.7	-147.3
总资产	585.6	1478.5	1965.2	2761.2
总负债	313.2	1009.9	1389.4	1971.3
普通股权益	272.4	468.6	575.8	789.9
股东权益合计	272.4	468.6	575.8	789.9
经营活动现金流量	114.5	88.4	350.3	658.1
投资活动现金流量	-151.6	-320.3	-679.0	-338.9
资本支出	-22.4	-36.1	-33.8	-72.5
筹资活动现金流量	25.0	575.1	50.7	39.4
现金净流量	92.1	52.3	316.5	585.6
销售毛利率 (%)	72.29%	73.31%	72.90%	73.16%
销售净利率 (%)	-7.38%	-37.86%	-17.78%	-16.39%
EBIT Margin (%)	-4.70%	-36.00%	-14.39%	-13.79%
EBITDA Margin (%)	-2.20%	-32.75%	-11.28%	-10.69%
ROE (摊薄) (%)	-10.74%	-48.33%	-28.65%	-28.60%
ROA (%)	-7.38%	-37.86%	-17.78%	-16.39%
资产负债率 (%)	53.48%	68.31%	70.70%	71.39%
资产周转率 (倍)	67.64%	40.46%	47.22%	49.92%

流动比率	2.6	2.8	1.0	2.0
速动比率	2.5	2.6	1.0	1.9
资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究				

## 2.24 Apple ( 苹果 , AAPL.O ) : iPhone 之外的增长第二极 仍有待观察 , 积极布局 AI 与 AR 生态平台

苹果 2017 年第二财季营收 529 亿美元, 净利润 110.3 亿美元, 相比去年同期增长 5%。在本季度中, iPhone 依旧是苹果业绩的主要支撑, 占比约为 62.9%, 小于上季度高达 70% 的比例。与此同时, 服务类方面的收入有较大提升, 本季度录得服务收入 70 亿美元, 比去年同期增长 18%, 成为仅次于 iPhone 销售的第二大收入来源, 并且是除其他产品业务外, 增长最快的营收组成部分。支付服务 Apple Pay 已进去全球 15 个市场; 过去 12 个月 Apple Pay 交易总量增长了 450%。

表 32: 苹果 季报收入拆分, 服务收入比重提升

Net Sales by Product (\$ in millions)	FY2017	总收入占比	FY2016	总收入占比	收入增长率
iPhone	33,249	63%	32,857	65%	1.19%
iPad	3,889	7%	4,413	9%	-11.87%
Mac	5,844	11%	5,107	10%	14.43%
Services	7,041	13%	5,991	12%	17.53%
Other Products	2,873	5%	2,189	4%	31.25%
Total net sales	52,896		50,557		4.63%

资料来源: 公司季报, 申万宏源研究

FY Q2 盈利超预期, 但 iPhone 销量不及预期 (略低于去年同期的 5119 万部), 公司下调第三财季预测, 预计收入在 435 亿美元到 455 亿美元。第二财季中国区营收环比下滑 34%, 同比下降 14%, 不再是苹果第二大市场。即使苹果通过降价和出新色等方式, 也未能阻止销量下滑。因此市场已下调 iPhone 截止 9 月底的出货量。尽管历史上在新一代 iPhone 发布之前是销售的淡季, 但实际上从去年到今年一季度, 苹果几乎所有的电子产品, 都出现了下滑或者停滞, 平板电脑继续以两成的速度暴跌。由于市场对 iPhone 8 推迟出货的担忧, 对于苹果的博弈将会加大。十周年 iPhone 8 如果在创新上不及预期的话, 销量下滑的数字还将继续扩大。关注 iPhone 8 可能带来的相应供应链机遇。重点在于 OLED 显示屏、HOME 键、无线充电、生物识别、大电池、AR 等。

图 34: Q1 iPhone 销量处在周期尾部



资料来源：公司季报，申万宏源研究

**受布局 AI 生态，图像（人脸）识别迎来更多发展。**在 6 月 6 日的 WWDC 开发者大会上，苹果发布了一个新的机器学习框架 API——Core ML。Core ML 提供支持人脸追踪、人脸检测、地标、文本检测等任务的 API。Core ML 带来的最主要好处在于，它将加快 iPhone、iPad 和 Apple Watch 上 AI 任务执行的速度，从文本分析到人脸识别，并且会影响大量的 APP。苹果在发布会上称，iPhone 上的图像识别速度将会比谷歌 Pixel 快 6 倍。Core ML 将支持大量的关键机器学习工具，其中包括所有的神经网络（深度的、循环的以及卷积的），同时也支持线性模型和树集成。苹果还特别强调了隐私，Core ML 是面向设备上处理的，也就是说，开发者用于提升用户体验的数据将不会离开消费者的设备。

**推出 AR 平台 ARKit，抢占 AR 生态圈。**这是苹果首次涉足增强现实，从 WWDC 上的展示来看，苹果希望能将这一技术用于游戏中。这对苹果来说是一个不小的变化，其软件和硬件都开始支持增强现实。ARKit 充分利用了 iPhone 和 iPad 的相机、移动传感器以及它们的 CPU 和 GPU。看起来，苹果已经打算 All In。苹果软件工程资深副总裁 Craig Federighi 宣称，数亿台 iPhone 将支持 ARKit，使得 iOS 成为“世界上最大的 AR 平台”，并且今年晚些时候，苹果将会分享更多关于增强现实战略的消息。我们推测很可能是在下一代 iPhone 发布时。

上述苹果造势的诸多布局在上半年一定程度上对股价有所提振，但短期将不会对业务产生影响。值得注意的是，公司手握 2461 亿美元海外资金，可能未来进行股票回购或相关公司收购。如果特朗普对海外公司减税的政策落实，苹果的海外资金回流将成为股价的安全垫。

## 2.25 Baidu (百度, BIDU.O): 不再是互联网公司, 而是一家人工智能公司

经历了两个季度因为业务转型导致的营收负增长的阵痛后, 本季百度实现了营收的反弹增长。根据百度公布的未审计 2017 年第一季度财报, 总营收为人民币 168.91 亿元 (约合 24.54 亿美元), 同比增长 6.8%; 净利润为人民币 17.77 亿元 (约合 2.581 亿美元), 同比下滑 10.6%。一季报业务披露调整、百度游戏拆分独立和 O2O 业务的战略调整, 百度的转型决心明确——新任集团副总裁陆奇强调, 百度的转型将专注于核心业务与具有巨大的长期潜力的 AI 新业务, 其中包括 AI 云、金融服务、DuerOS、自动驾驶。

2016 黑天鹅事件的影响已经消退, 百度恢复增长的势头还将延续。报表披露的核心业务 (Search Services and Transaction Services combined) 方面, 去年在转型之中受影响最大的 online marketing services 本季度录得 147.38 亿元收入, 占比 87.25%, 同比下滑 1.3%。相较于前两个季度 6.7% 和 8.2% 的同比下滑, 开始恢复增长。百度通过大数据带来的用户画像能力, 可以为客户提供更加精准的目标用户定位和覆盖, 百度人工智能仅原生广告业务一项, 就提升了 30% 获客能力。

公司指引二季度总营收在 204.7 亿人民币和 209.8 亿人民币之间, 同比增长 12.1-14.9%、环比增长 21.2-24.2%。

图 35: online marketing services 恢复增长拐点出现



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

业务转型仍需极大投入, 第一财季营业成本同比增长了 22%。尽管 Q1 流量获取成本和运营成本同比分别下降了 2%、12%, 但本季度包括带宽、内容、研发, 股权激励等方面的成本都不同程度有所增加。据李彦宏解释, 成本增长均与百度的 AI 战略相关, 从硬件基础设施如 GPU, 到软性投入如研发人才, 成本都非常高。而内容成本最大的去向是百度控股公司

爱奇艺。今年4月25日爱奇艺与Netflix达成内容层面合作，在市场份额的争夺战中继续占据优势。

表 33:1Q17 成本同比增长 22%

	2016Q1	2017Q1	同比增长率
Total cost of revenues	-7,563,184	-9,233,256	22%
Traffic acquisition costs	-2,233,208	-2,185,304	-2%
Operational costs	-1,092,153	-958,704	-12%
Bandwidth costs	-1,088,038	-1,335,515	23%
Content costs	-1,382,468	-2,635,864	91%

资料来源：申万宏源研究

Q1 百度金融的信贷业务整体新增放款额同比增长 90%，其中教育信贷保持稳步增长，仍旧领跑市场；百度借现金业务上线 8 个月，已累计为超过 40 万用户提供授信服务，Q1 新增信用人数近 300%；租房信贷的增长也超过了 100%。金融业务在机构拓展取得突破，近百家各类金融机构已和百度达成合作意向，包括银行、消金、小贷、网贷、保险等。

压注 AI，百度重新定义自己为一家人工智能公司。本季度 Duer 事业部独立，推出了以语音为交互方式的 AI 平台 DuerOS，并相继与小鱼在家、海尔、美的、联想等传统家电 IT 巨头达成合作。此外百度联合硬件厂商推出 DuerOS 智慧芯片，可以视作百度人工智能算法在硬件设备一体化方面的新探索，产业方向上也与上半年英特尔收购 Mobileye 不谋而合。

自动驾驶是百度 AI 战略中最坚决的方向。尽管行业共识是自动驾驶技术至少要到 2020 年才能走向成熟，但 2017 年 H1 几乎所有传统汽车行业和科技巨头都有了新的动作。谷歌无人驾驶技术起步于 2009 年，Waymo 业内技术最成熟。Tesla 宣称目前工厂在产的汽车都将全部配备能够实现完全自动驾驶（full self-driving capability）的硬件。Intel 巨额收购 Mobileye 并将与 Intel 的自动驾驶事业部（ADG）合并。今年 1 月，英伟达推出完全具备了自学习能力 AI Co-Pilot 系统。

百度从 2015 年开始大规模投入无人车技术研发，在高精地图、高精定位等多个领域拥有最顶尖的技术。去年百度与 NVIDIA 达成战略合作打造完整的从云到车的端对端的自动驾驶平台架构。今年陆奇接手后的百度在自动驾驶方面更是全力加速，首先是成立智能驾驶事业群组（IDG），由自动驾驶事业部（L4）、智能汽车事业部（L3）和车联网业务组成。4 月 19 日百度还发布了 Apollo 计划，向汽车行业及自动驾驶领域的合作伙伴提供开放的、完整的、安全的软件平台，帮助他们快速搭建一套属于自己的自动驾驶系统。

BAT 的 AI 布局基本完成。百度积累最深，百度大脑及无人车都进入应用阶段；阿里巴巴提出“NASA”计划，着重发力机器学习和生物识别；腾讯于近日建立了 AI Lab。尽管人工智能是科技发展的大势所趋，但短期内该领域仍难见切实收益；长期来看，百度人工智能技术能否更大规模的落地进而变现，还是个问号。

表 34:百度财务简述（单位：USD/百万元，%）

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	5196.1	7961.7	10564.9	10623.9
同比 (%)		53.23%	32.70%	0.56%



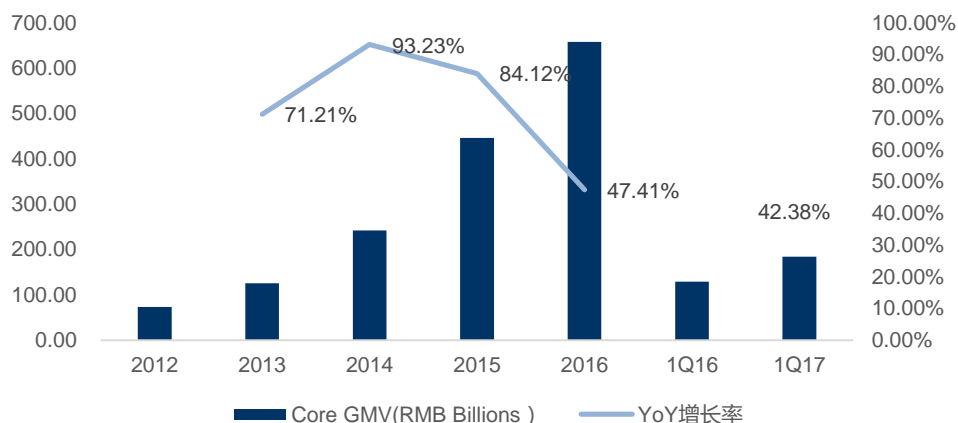
营业利润	1820.5	2078.2	1857.6	1513.3
同比(%)		14.16%	-10.62%	-18.54%
净利润	1711.0	2142.0	5357.8	1751.7
同比(%)		25.19%	150.13%	-67.31%
EBIT	1820.5	2078.2	1857.6	1513.3
EBITDA	2251.8	2722.9	2790.4	2767.3
总资产	11728.5	15967.7	22790.5	26225.5
总负债	5009.7	7260.0	9809.3	12141.0
普通股权益	6348.7	8227.7	12370.8	13296.5
股东权益合计	6718.9	8707.7	12981.2	14084.5
经营活动现金流量	2243.6	2911.4	3146.6	3351.8
投资活动现金流量	-3751.5	-3646.7	-5032.6	-5407.7
资本支出	-448.4	-783.5	-832.3	-630.8
筹资活动现金流量	1151.8	1410.7	1266.4	2197.2
现金净流量	1795.2	2127.9	2314.3	2721.0
销售毛利率(%)	64.09%	61.50%	58.64%	49.99%
销售净利率(%)	32.93%	26.90%	50.71%	16.49%
EBIT Margin(%)	35.04%	26.10%	17.58%	14.24%
EBITDA Margin(%)	43.34%	34.20%	26.41%	26.05%
ROE(摊薄)(%)	25.47%	24.60%	41.27%	12.44%
ROA(%)	32.93%	26.90%	50.71%	16.49%
资产负债率(%)	42.71%	45.47%	43.04%	46.29%
资产周转率(倍)	44.30%	49.86%	46.36%	40.51%
流动比率	3.9	3.2	3.0	2.2
速动比率	3.7	3.0	2.8	2.0

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.26JD（京东，JD.O）：Non-GAAP 下 1Q17 净利润超 16 全年，规模效应凸显

京东 2017Q1 交易总额 (GMV) 达 2532 亿元人民币，录得净收入 762 亿元人民币，同比增长 41.2%，超越市场预期。经营利润为 8.431 亿元人民币，去年同期经营亏损为 8.649 亿元人民币；非美国通用会计准则下经营利润为 17 亿元人民币（去年全年 10 亿），经营利润率为 2.2%。

图 36：京东 Q1 交易总额超预期，同比增长 42.38%



资料来源：公司季报，申万宏源研究

**成本端首次凸显规模效应。**截至 2017 年 3 月 31 日，京东过去 12 个月的活跃用户数为 2.365 亿，较去年同比增长 40%。然而京东主要成本项的费用率水平却不同程度的减少了，尤其是履约费用率和市场营销费用率较去年同期分别下降了 8% 和 9%。也就是说，伴随用户数据高增，京东的单位成本反而下降，规模效应凸显。同时公司第一季度自营业务毛利率持续 4 个季度增长超过 100 个基点，随着规模不断扩大，毛利率和销售规模的增长也会更加强劲。

表 35: 京东 1Q17 成本控制得当，规模效益体现

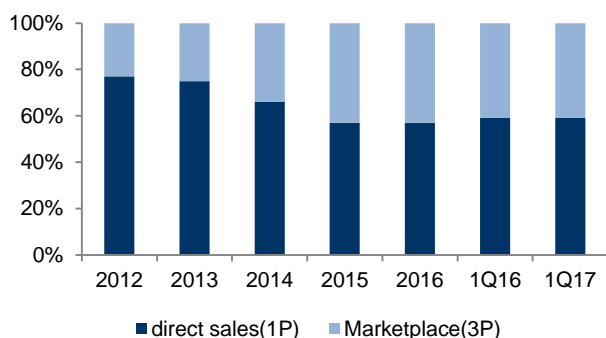
费用 (单位: 千人民币)	2016Q1	2017Q1	同比增长率
Net revenues	53,969,663	76,225,660	
Operating expenses	-54,834,529	-75,382,562	
总营业费用率	101.60%	98.89%	-2.67%
Cost of revenues	-46,212,860	-63,989,962	
营业开支费用率	85.63%	83.95%	-1.96%
Fulfillment	-4,504,126	-5,852,594	
履约费用率	8.35%	7.68%	-8.00%
Marketing	-2,116,270	-2,709,000	
市场营销费用率	3.92%	3.55%	-9.37%
General and administrative	-889,955	-1,274,254	
管理费用率	1.65%	1.67%	1.38%
Technology and content	-1,111,318	-1,556,752	
技术内容费用率	2.06%	2.04%	-0.82%

资料来源：公司年报，申万宏源研究

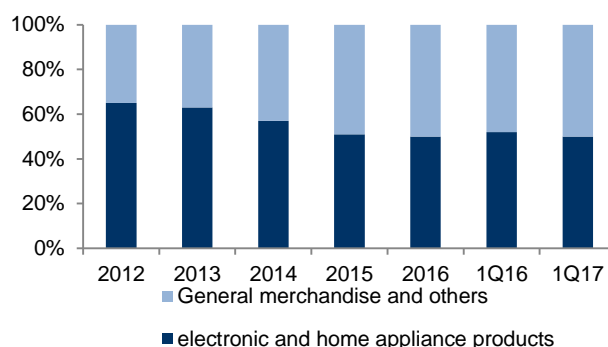
但值得注意的是，一方面 Q1 京东促销活动相对较少，集团的战略性项目还没有完全启动，相关成本影响未体现。另一方面去年末京东物流提升门槛至 99 元包邮，本季度物流成本占比下滑也是利润提升的一大因素。

收入端的增长源自平台和品类的不断拓展。京东 1Q17 自营业务交易总额为 1079 亿元，同比增长 42%；第三方平台交易总额为 762 亿元，同比增长 43%。按品类分，1Q17 日用品及其他品类商品的交易总额为 915 亿元，相比去年同期增长 48%，占总交易额比例从 1Q16 的 48% 上升至 50%。由微信、QQ 入口导流已经见顶，未来增长更多依靠品类的扩充。本季度，京东对原服饰家居事业部进行了拆分，分别成立大服饰事业部和居家生活事业部。服装品类对 GMV 贡献巨大，同时增长非常迅速。未来，两大事业部将为京东注入更强的发展动力。

图 37: 京东 Core GMV Mix (自营平台 VS 第三方平台) 图 38: 京东 Core GMV Mix (日用品 VS 家电)



资料来源：申万宏源研究



资料来源：申万宏源研究

继续物流投入，正式组建京东物流子集团。截至 2017 年 3 月 31 日，京东在全国运营 263 个大型仓库，总面积约 580 万平方米。4 月 25 日，京东宣布正式组建京东物流子集团，向全社会输出京东物流的专业能力，提供一揽子的供应链和物流服务。事实上，不只是物流，在开放金融、营销等平台优势能力方面，京东也在进行各种尝试。3 月 2 日，京东在 2016 年财报中公布，京东集团出让了其持有的京东金融股份（68.6%），将不拥有京东金融的法律所有权或有效控制权，换来的是新投资者购买股份所付出的 143 亿元现金和京东金融未来盈利后 40% 的利润分配。该交易预计将于 2017 年中旬完成。交易完成后，京东金融的财务数据将不再合并到京东集团的财务报表，同时京东金融完成私有化。

表 36: 京东财务简述 (单位: USD/百万元, %)

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	11278.9	18666.0	28850.7	39171.2
同比 (%)		65.49%	54.56%	35.77%
营业利润	-94.2	-941.8	-1029.9	-323.0
同比 (%)		900.28%	9.35%	-68.64%
净利润	-8.1	-811.0	-1449.6	-573.3
同比 (%)		9891.24%	78.75%	-60.45%
EBIT	-94.2	-941.8	-1029.9	-323.0
EBITDA	-46.5	-673.9	-613.0	224.1
总资产	4297.4	10711.9	13104.5	23109.6
总负债	2770.8	4671.1	8369.1	17169.9
普通股权益	284.6	6040.9	4714.1	4883.9
股东权益合计	1526.6	6040.9	4735.4	5939.7

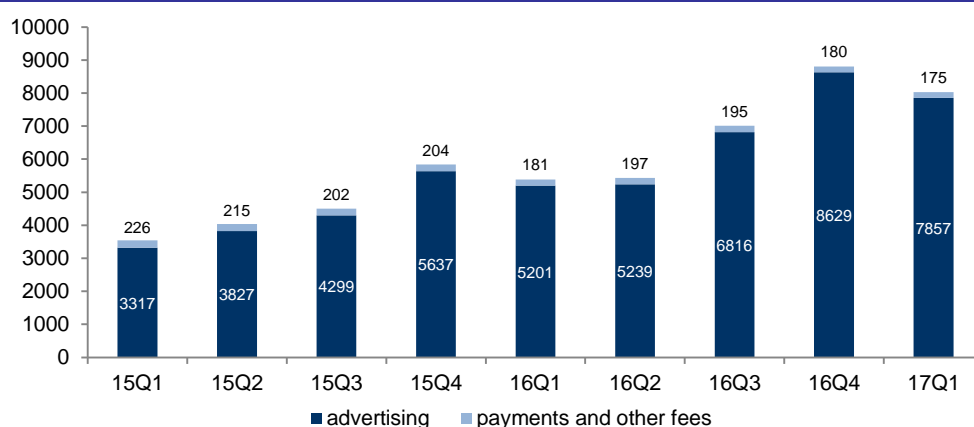
经营活动现金流量	580.7	164.7	270.0	1320.2
投资活动现金流量	-434.5	-2143.0	-921.6	-7268.7
资本支出	-71.6	-231.2	-449.9	-357.2
筹资活动现金流量	445.1	2968.7	802.7	6235.8
现金净流量	509.1	-66.5	-179.9	963.0
销售毛利率(%)	9.87%	11.63%	13.39%	15.16%
销售净利率(%)	-0.07%	-4.34%	-5.02%	-1.46%
EBIT Margin(%)	-0.83%	-5.05%	-3.57%	-0.82%
EBITDA Margin(%)	-0.41%	-3.61%	-2.12%	0.57%
ROE(摊薄)(%)	-0.53%	-13.42%	-30.61%	-9.65%
ROA(%)	-0.07%	-4.34%	-5.02%	-1.46%
资产负债率(%)	64.48%	43.61%	63.86%	74.30%
资产周转率(倍)	262.46%	174.25%	220.16%	169.50%
流动比率	1.3	1.7	1.2	1.0
速动比率	0.8	1.1	0.6	0.5

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.27 Facebook (FB.O): Q1 日活用户和净利润增长均超预期, 预期全年表现强劲。

Facebook 2017Q1 未经审计财报显示, 营收 80.32 亿美元, 比去年同期的 53.82 亿美元增长 49%, 其中移动端占比 85%; 净利润为 30.64 亿美元, 比去年同期 17.38 亿美元增长 76%。

图 38: Facebook 公司季度收入分拆 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

Q1 广告营收同比增长 51%, 2017 年将进一步缩小与谷歌市场份额差距。根据 Mary Meeker 公布的 2017 年《互联网趋势》报告, 谷歌和 Facebook 两家公司占据了 2016 年美国市场 85% 的互联网广告增长份额, 其中企业在 Facebook 上投放的广告增长率达 62%, 谷歌为 20%。17Q1, Facebook 平台上由广告加载量 ad load 驱动的供应增长开始放缓, 但受移动端 feed ads 驱动, FacebookQ1 广告单价上涨 14%且总数增长了 32%, 公司整体广告营收

较比去年同期增长 51%。Instagram 用户仍保持高速增长, Q1 广告主数量自 16Q4 以来增长了一倍, 达到 100 万, 离 Facebook 的 400 万还有距离。预计公司全年广告收入增速超过 30%, 将进一步缩小与谷歌市场份额的差距。Messenger 和 WhatsApp 的货币化进程刚刚起步, 今年不会为营收做出贡献。Facebook 整体 ARPU 值从去年同期 3.32 美元上升至 4.23 美元, 北美地区是整体水平的四倍, 未来营收增长仍有空间。

图 39: Facebook 全球用户 ARPU 值

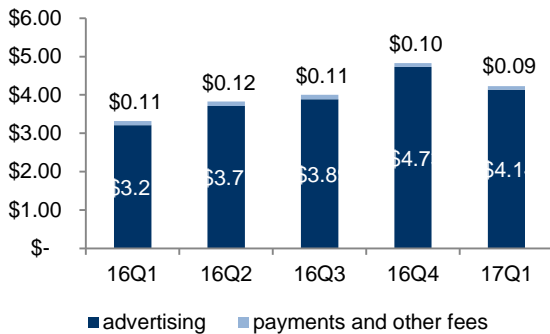
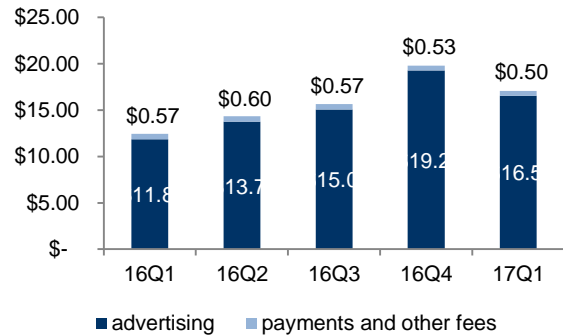


图 40: Facebook 北美用户 ARPU 值

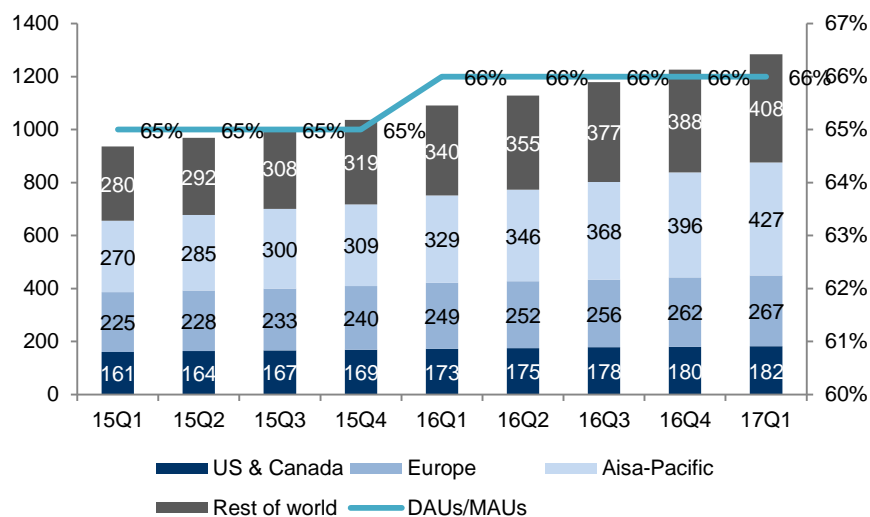


资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

强者恒强, 社交霸主地位不容挑战。今年 3 月, 公司旗下社交平台 Facebook 日活用户达到 12.84 亿。面对新型社交平台如 Snapchat 的竞争, FB 也逐渐将用户入口转型到摄像头, 并为 WhatsApp 添加 Stories 功能从而迅速分流了年轻用户。2016 年 12 月 Instagram 发布了与 Snapchat 故事功能 Stories 相同的 INS Stories 使得 Instagram 月活用户在短短四个月即从 6 亿增加至 7 亿。而抄袭 Sanpchat 阅后即焚功能后, Instagram 的 Instagram Direct 用户数也达到了 3.75 亿用户, 而截止 2017 年 Q1, Snapchat DAU 是 1.61 亿。

图 41: Facebook 单一平台日活用户仍保持增长



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

从文字传播到照片视频到虚拟现实, 未来十年最核心的业务增长点。照相机已经成为 Facebook 应用的中心, 视频直播也是 Facebook 未来五年重要的产品。过去一年, 日观看视频的时间增长了 4 倍。这个季度 Facebook 发布了一款新照相机, 第一次做到了实时美颜功能。4 月的 F8 开发者大会中, 扎克伯格发布了一款 AR 平台——Camera Effects。它可以让用户随意在其 APP 的相机上编辑捕捉到的内容。与该平台相配套, Facebook 也推出了两个

开发者工具——AR Studio 和 Frame Studio。在 VR 方面，Facebook 推出了第一个 VR 的平台 Spaces，同时还发布了针对虚拟现实工具的 360 App。

表 37: Facebook 财务简述 (单位: USD/百万元, %)

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	7872.0	12466.0	17928.0	27638.0
同比 (%)		58.36%	43.82%	54.16%
营业利润	2804.0	4994.0	6225.0	12427.0
同比 (%)		78.10%	24.65%	99.63%
净利润	1491.0	2925.0	3669.0	10188.0
同比 (%)		96.18%	25.44%	177.68%
EBIT	2804.0	4994.0	6225.0	12427.0
EBITDA	3815.0	6237.0	8170.0	14769.0
总资产	17895.0	39966.0	49407.0	64961.0
总负债	2425.0	3870.0	5189.0	5767.0
普通股权益	15470.0	36096.0	44218.0	59194.0
股东权益合计	15470.0	36096.0	44218.0	59194.0
经营活动现金流量	4222.0	5457.0	10320.0	16108.0
投资活动现金流量	-2624.0	-5913.0	-9434.0	-11739.0
资本支出	-1362.0	-1831.0	-2523.0	-4491.0
筹资活动现金流量	-659.0	1448.0	-294.0	-373.0
现金净流量	2860.0	3626.0	7797.0	11617.0
销售毛利率 (%)	76.18%	82.73%	84.01%	86.29%
销售净利率 (%)	18.94%	23.46%	20.47%	36.86%
EBIT Margin (%)	35.62%	40.06%	34.72%	44.96%
EBITDA Margin (%)	48.46%	50.03%	45.57%	53.44%
ROE (摊薄) (%)	9.64%	8.10%	8.30%	17.21%
ROA (%)	18.94%	23.46%	20.47%	36.86%
资产负债率 (%)	13.55%	9.68%	10.50%	8.88%
资产周转率 (倍)	43.99%	31.19%	36.29%	42.55%
流动比率	11.9	9.4	11.2	12.0
速动比率	11.4	9.0	10.9	11.6

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.28 Netflix (奈飞, NFLX.O): Q1 净利润同比增长 536% 但流媒体投入尚未体现规模优势,

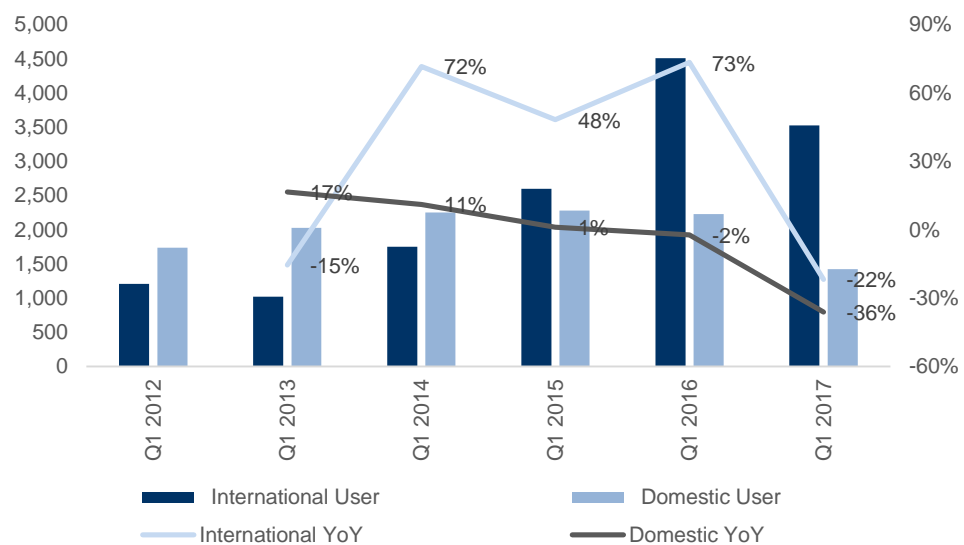
受益于整个科技股的强劲表现和自身业绩的高速增长, Netflix 今年股价表现强劲。2017 财年第一季度营收为 26.37 亿美元, 比去年同期的 19.58 亿美元增长 34.7%。其中流媒体播放服务营收为 25.16 亿美元, 比去年同期的 18.13 亿美元增长 38.8%。收入增长主要源于美国本土订阅价格提高。Q1 净利润为 1.78 亿美元, 同比增长 536%。相比于收入增速,



净利润的暴增主要源于运营效率的提升和营销成本的有效缩减。然而在增速背后，其他数据却相继出现了预警信号。

1) 用户高速增长的趋势被打破。美国本土用户净增长数在 Q1 2016 首次同比下降，本季下降幅度进一步扩大至 36%。如果理论上在线流媒体平台的付费会员数量的天花板等同于总家庭户数，那么从截止 Q1 4300 万的本土用户数已经几乎饱和。因此，国际市场的拓展情况对 Netflix 的未来发展至关重要。然而在 16 年底 2325 万的基数上今年 Q1 国际用户净增加数首次出现同比下降（下滑 22%），着实让投资者对 Netflix 高达 200 倍的动态市盈率充满疑虑。推测一季度用户增长低于预期的主要原因推测是因为王牌自制剧纸牌屋第五季播出时间从一季度推迟到了 5 月，预期 Q2 国际流媒体用户数预期净增加 260 万，去年同期为 151 万。并且公司 Q1 Earning Call 中表示，准备在 2017 年在营销方面花费 10 亿美元以上的资金营销，以促进更多的会员订购产品。

图 42: Netflix 2017Q1 国际用户净增加数首次出现同比下降

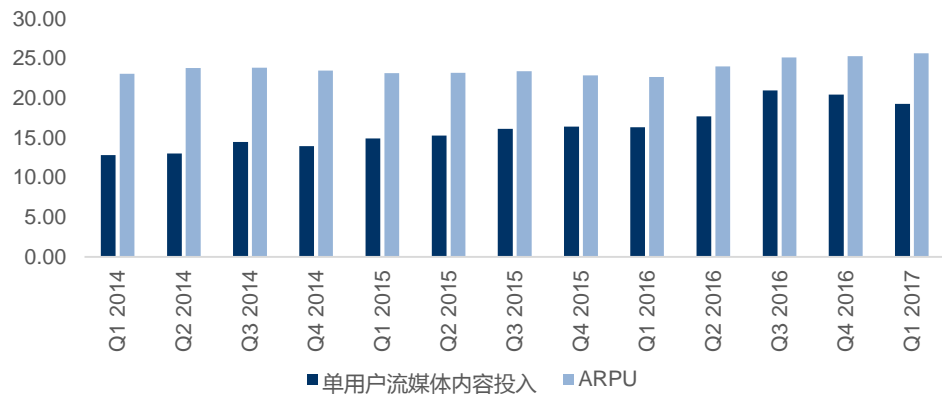


资料来源：公司财报，申万宏源研究

2) 巨额投入打造流媒体内容库，然而规模效应尚未体现。如此前《“5CAVE(洞见)”全球 TMT 产业链研究系列报告二》中所论述，自 2016Q1 到 Q4，尽管 Netflix 利润同比增速逐渐加快，但是流媒体内容库消耗的运营资本大幅增加，2016 年 Netflix 在原创剧上花费了 50 亿美元，经营活动现金流从 14Q3 开始转负且持续加剧。1Q 17 流媒体内容债务已经达到了 153 亿美元，高于去年同期的 123 亿美元。Q1 Non-GAAP 现金流为-4.225 亿美元，原创内容的增长意味着全年自由现金流将会达到-20 亿美元。

通过流媒体内容库的摊销，公司看似 margin 很高、护城河很宽，然而根据现金流量表中 Additions to streaming content assets 与 Change in streaming content liabilities 两项之和算出公司在单用户上的流媒体内容投入呈现不断上涨的趋势，同时 ARPU 值的提升却未能匹配，可见理论上的规模效应目前并未实现。并且伴随 16 年开始出现用户增长颓势，实际上流媒体内容投入的边际效益递减规律确实不争的事实。

图 43: Netflix 流媒体内容投入的规模效应尚未显现



资料来源：公司财报，申万宏源研究

3) 护城河易被翻越，众多实力玩家虎视眈眈。根据美国调查机构 comScore 发布的数据，截止至去年 12 月份的数据显示，美国共有 4900 万户上网家庭至少使用一种流媒体视频服务。Netflix 以 75% 的渗透率位居第一，YouTube 53% 排在第二，志在与 Netflix 一争高下的亚马逊暂时只覆盖到了 33% 的上网家庭。这两家科技行业的巨头如果在比拼技术和资金实力上可以说是数倍于 Netflix。事实上亚马逊去年 4 月才开始提供流媒体视频服务，配合 2017 年约 45 亿的视频内容投入和 Prime 会员的打包服务，对 Netflix 来说烧钱的速度不容放缓。

表 38: Netflix 财务简述 (单位: USD/百万元, %)

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	4374.6	5504.7	6779.5	8830.7
同比 (%)		25.83%	23.16%	30.26%
营业利润	228.3	402.6	305.8	379.8
同比 (%)		76.33%	-24.05%	24.19%
净利润	112.4	266.8	122.6	186.7
同比 (%)		137.36%	-54.03%	52.22%
EBIT	228.3	402.6	305.8	379.8
EBITDA	276.7	456.7	368.1	437.3
总资产	5412.6	7042.5	10202.9	13586.6
总负债	4079.0	5184.8	7979.4	10906.8
普通股权益	1333.6	1857.7	2223.4	2679.8
股东权益合计	1333.6	1857.7	2223.4	2679.8
经营活动现金流量	97.8	16.5	-749.4	-1474.0
投资活动现金流量	-256.0	-42.9	-179.2	49.8
资本支出	-54.1	-69.7	-91.2	-107.7
筹资活动现金流量	472.8	535.0	1624.4	1082.5
现金净流量	43.7	-53.2	-840.7	-1581.6
销售毛利率 (%)	29.52%	31.83%	32.27%	31.72%
销售净利率 (%)	2.57%	4.85%	1.81%	2.11%
EBIT Margin (%)	5.22%	7.31%	4.51%	4.30%
EBITDA Margin (%)	6.33%	8.30%	5.43%	4.95%
ROE (摊薄) (%)	8.43%	14.36%	5.52%	6.97%
ROA (%)	2.57%	4.85%	1.81%	2.11%

资产负债率(%)	75.36%	73.62%	78.21%	80.28%
资产周转率(倍)	80.82%	78.16%	66.45%	65.00%
流动比率	1.4	1.5	1.5	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.4

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.29 CISCO SYSTEMS (思科, CSCO.O) : Q3 营收表现平淡, Q4 指引营收进一步下滑

**FY3Q17 营收符合华尔街分析师的平均预期, 总营收 119.40 亿美元。** FY3Q17 (截至 2017 年 4 月 31 日), 思科营业总收入 119.40 亿美元, 同比降 0.5%; 毛利 75.05 亿美元, 同比降 1.86%; 营业利润 32.69 亿美元, 同比增 8.86%; GAAP 净利润 25.15 亿美元, 同比增 7.07%。

分产品来看, 安全业务和无线业务增长是亮点, 分别同比增 9%、13%, 其他主要业务同比微增或者微降。交换器的营收为 34.89 亿美元, 同比增 2%; NGN 路由器的营收为 20.32 亿美元, 同比降 2%; 协作产品的营收为 10.22 亿美元, 同比降 4%; 数据中心业务的营收为 7.67 亿美元, 同比降 5%; 无线业务的营收为 7.03 亿美元, 同比增 13%; 安全业务的营收为 5.27 亿美元, 同比增 9%, 服务供应商视频业务的营收为 2.07 亿美元, 同比降 30%; 其他业务的营收为 1.38 亿美元, 同比增 57%。

**Q4 指引不达华尔街预期。** 预计营业收入同比减少 4%至 6%, non-GAAP 毛利率在 63%至 64%之间, non-GAAP 营业利润率在 29.5%至 30.5%之间, non-GAAP 每股收益预计在 0.62 美元至 0.68 美元之间。

表 39: 思科财务简述 (单位: USD/百万元, %)

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	48607.0	47142.0	49161.0	49247.0
同比(%)		-3.01%	4.28%	0.17%
营业利润	11196.0	9345.0	10770.0	12660.0
同比(%)		-16.53%	15.25%	17.55%
净利润	9983.0	7853.0	8981.0	10739.0
同比(%)		-21.34%	14.36%	19.57%
EBIT	11196.0	9345.0	10770.0	12660.0
EBITDA	13547.0	11777.0	13212.0	14810.0
总资产	101191.0	105070.0	113373.0	121652.0
总负债	42063.0	48409.0	53666.0	58067.0
普通股权益	59120.0	56654.0	59698.0	63586.0
股东权益合计	59128.0	56661.0	59707.0	63585.0
经营活动现金流量	12894.0	12332.0	12552.0	13570.0
投资活动现金流量	-11768.0	-6643.0	-10088.0	-8117.0
资本支出	-1160.0	-1275.0	-1227.0	-1146.0
筹资活动现金流量	-3000.0	-6888.0	-2313.0	-4699.0

现金净流量	11734.0	11057.0	11325.0	12424.0
销售毛利率(%)	60.57%	58.91%	60.38%	62.87%
销售净利率(%)	20.54%	16.66%	18.27%	21.81%
EBIT Margin(%)	23.03%	19.82%	21.91%	25.71%
EBITDA Margin(%)	27.87%	24.98%	26.87%	30.07%
ROE(摊薄)(%)	16.88%	13.86%	15.04%	16.89%
ROA(%)	20.54%	16.66%	18.27%	21.81%
资产负债率(%)	41.57%	46.07%	47.34%	47.73%
资产周转率(倍)	48.03%	44.87%	43.36%	40.48%
流动比率	3.0	3.4	3.1	3.2
速动比率	2.7	3.1	3.0	3.0

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2.30 TESLA (特斯拉, TSLA.O) :1Q17 收入创单季最高, 2017-2018 成实现盈亏平衡关键时点

表 40: 特斯拉 Q1 营收同比增长 134.7%, 环比增长 18%

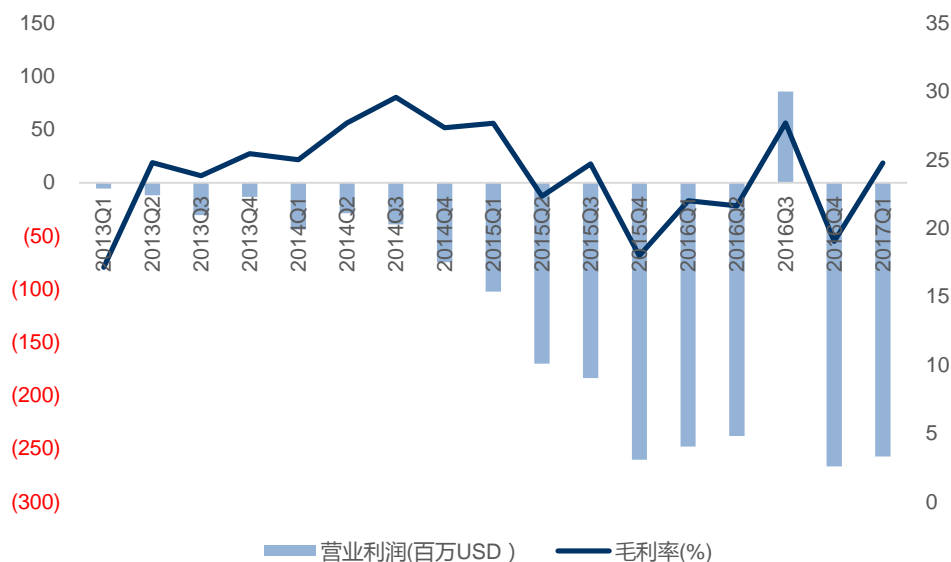
以千 USD 计除每股	Q1 2017	Q4 2016	Q1 2016	QoQ	YoY
营收	2,696,270	2,284,631	1,147,048	18.02%	135.06%
Total Automotive Revenue	2,289,600	1,994,123	1,026,064	14.82%	123.14%
Automotive	2,035,060	1,739,449	—	16.99%	
Automotive Leasing	254,540	254,674	—	-0.05%	
Energy Generation & Storage	213,944	131,385	—	62.84%	
Service and Other	192,726	159,123	—	21.12%	
Developmental Services	—	—	120,984		
营收成本	2,028,324	1,849,353	894,580	9.68%	126.73%
Total Automotive Revenue	1,662,675	1,544,422	779,316	7.66%	113.35%
Automotive	1,496,649	1,372,604	—	9.04%	
Automotive Leasing	166,026	171,818	—	-3.37%	
Service and Other	213,876	177,152	—	20.73%	
Energy Generation & Storage	151,773	127,779	—	18.78%	
Developmental Services	—	—	115,264		
已销售车辆 - 全球	25,051	22,252	14,810	12.58%	69.15%
Auto Sales	25,051	22,252	14,810	12.58%	69.15%
ATPs	81.24	78.17		3.92%	

资料来源: 申万宏源研究

特斯拉 1Q17 销量和收入创单季最高, 运营亏损暂时遏制。今年一季度总收入为 26.96 亿美元, 同比增长 134.7%, 环比增长 18%。其中汽车业务销量达到 2.5051 万辆, 营收达到 22.90 亿美元, 较去年同期的 10.26 亿美元增长 123%。受产品组合转变和更高的配置选项所驱动, 2016 年第四季度以来平均交易价格有所提高, 运营亏损环比收窄。剔除 Q1

Autopilot 系统软件带来的一次性收入等影响, 预计二季度毛利率将下滑 250 个 bp, 且运营成本将持平或轻微增加。本季度公司自由现金流继续亏损, 约-6.22 亿美元, 相较于去年四季度亏损 10 亿美元有所收窄。

图 44: 特斯拉运营亏损环比收窄



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

**Model 3 量产计划将帮助特斯拉在 2017-2018 年间实现盈亏平衡。**17Q1 的资本支出为 5.53 亿美元, 主要用于 Model 3 电动车、弗里蒙特工厂、Gigafactory 1 工厂中储能产品制造能力的提升和支持用户使用的基础设施, 预计全年资本支出将超过 20 亿美元。公司 2017H1 业绩展望维持电动车的交付量在 4.7-5.0 万辆左右。Model 3 将于 2017 年 7 月投产并交付, 公司在 H1 将为 Model 3 的量产投入 20 亿美元, 预计这些生产设施将会在 Q4 为 Model 3 电动车产量突破 5000 辆/周提供有力支撑, 到 2018 年初产量规模还将会突破 1 万辆/周。预计 Model 3 产能释放将会对全年的总交付量产生重大影响并对决定公司是否可以实现盈亏平衡。

表 41: 特斯拉财务简述 (单位: USD/百万元, %)

	2013A	2014A	2015A	2016A
总营业收入	2013.5	3198.4	4046.0	7000.1
同比 (%)	387.23%	58.85%	26.50%	73.01%
营业利润	-61.3	-186.7	-716.6	-667.3
同比 (%)	-84.46%	204.63%	283.86%	-6.88%
净利润	-74.0	-294.0	-888.7	-674.9
同比 (%)	-81.32%	297.28%	202.23%	-24.05%
EBIT	-61.3	-186.7	-716.6	-667.3
EBITDA	44.8	45.2	-294.0	279.8
总资产	2416.9	5830.7	8067.9	22664.1
总负债	1749.8	4919.0	6937.0	16750.2
普通股权益	667.1	911.7	1131.0	4761.7
股东权益合计	667.1	911.7	1131.0	5913.9

经营活动现金流量	264.8	-57.3	-524.5	-123.8
投资活动现金流量	-249.4	-990.4	-1673.6	-1416.4
资本支出	-264.2	-969.9	-1634.9	-1280.8
筹资活动现金流量	628.6	2107.6	1489.2	3736.6
现金净流量	0.6	-1027.2	-2159.3	-1404.6
销售毛利率(%)	22.66%	27.57%	22.82%	22.85%
销售净利率(%)	-3.68%	-9.19%	-21.96%	-9.64%
EBIT Margin(%)	-3.04%	-5.84%	-17.71%	-9.53%
EBITDA Margin(%)	2.22%	1.41%	-7.27%	4.00%
ROE(摊薄)(%)	-11.09%	-32.25%	-78.57%	-11.41%
ROA(%)	-3.68%	-9.19%	-21.96%	-9.64%
资产负债率(%)	72.40%	84.36%	85.98%	73.91%
资产周转率(倍)	83.31%	54.85%	50.15%	30.89%
流动比率	1.9	1.5	1.0	1.1
速动比率	1.3	1.0	0.5	0.7

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

无人驾驶方面,与 Mobileye 合作时期满,特斯拉开始自行研发的自动驾驶硬件和软件。公司在 2017 年股东大会上宣布将于六月中旬发布最新的驾驶软件,伴随此次软件更新,特斯拉有望在年底之前实现从东海岸到西海岸之间的全自动驾驶。特斯拉可通过网络自行完成软件更新,意味着公司可以通过网络收集行车数据,而这些数据拥有远超硬件销售的价值。然而值得注意的是,上半年公司股价已累计涨幅逾 60%,做空动能积聚,公司 H2 经营目标已在全球聚光灯下。

### 3. 两种策略指导 A 股投资

根据全球 TMT 产业链研究规律,推荐两类 A 股公司:

1) 行业高增逻辑:启明星辰(安全)。

2) 受益行业整合且市占率/排名上升逻辑:游戏优质龙头:完美世界、世纪华通、三七互娱等;华天科技、合力泰(市占率提升);新大陆、久其软件等。

表 42:行业重点公司估值表

证券代码	证券简称	2017/6/22		PB	申万预测 EPS				PE		
		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2016 A	2016 A	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002439.SZ	启明星辰	18.91	170	8	0.30	0.50	0.69	0.88	38	27	21
002624.SZ	完美世界	34.66	456	6	0.89	1.19	1.43	1.72	29	24	20
002602.SZ	世纪华通	35.63	366	8	0.49	1.07	0.74	0.88	33	48	40
002555.SZ	三七互娱	25.89	540	12	0.51	0.77	0.91	1.09	34	28	24
000997.SZ	新大陆	20.15	189	8	0.49	0.73	0.9	1.18	28	22	17
002279.SZ	久其软件	12.63	89	4	0.31	0.53	0.66	0.82	24	19	15
002185.SZ	华天科技	7.05	150	3	0.18	0.29	0.36	0.52	25	20	14



002217.SZ	合力泰	9.34	292	3	0.28	0.41	0.59	0.73	23	16	13
-----------	-----	------	-----	---	------	------	------	------	----	----	----

资料来源：Wind 资讯、申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。