

FY3Q25 点评，Azure 再加速&宏观稳定下短期维持乐观展望

核心观点

微软整体业绩好于预期，Azure 非 AI 部分明显超预期，主要由于 CY24 年底以来渠道执行力度强化，带来短期续约&迁移趋势改善，预计 FY4Q25 能够维持。25 年预计大量 AI 用例从实验阶段转向生产部署：应用侧 M365 Copilot 可能在 2H25 乃至后续季度开始拉动生产力软件业务增长，Azure AI 带动其他如数仓业务等增长。尽管 AI 业务能见度方面仍然存在问题，AI CapEx 的 ROI 尚不明确，这些问题在过去几个季度仍未得到业绩回应，但参考公有云转型的经验，架构/范式的转型涉及基础设施、开发结构方面的持续投入，其传导到终端需要一定周期，我们认为微软的 Risk/Reward 处于平衡状态，维持乐观展望。

微软发布 FY3Q25 业绩

FY3Q25 Azure 增速强劲，利润率全面好于预期

FY3Q25 公司营业收入 701 亿美元（YoY+13%，固定汇率 CC+15%），高于市场预期 2.3%，其中 Azure 及其他云服务收入增速达 33%（CC+35%），高于市场预期的 31%，AI 拉动 16%，略好于预期，主要是非 AI 需求强劲，超越预期。经营利润 320 亿美元（YoY+16%，CC+19%），显著高于预期 5.6%，净利润 258 亿美元（YoY+18%，CC+19%），好于预期 7.4%。

简评

微软(MSFT.O)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

许悦

xuyue@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523030001

发布日期：2025 年 05 月 09 日

当前股价：435.28 美元

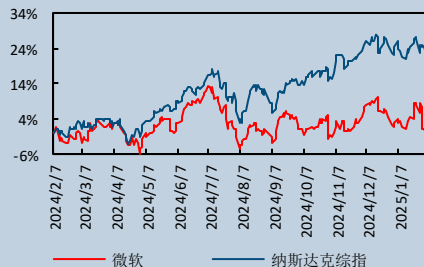
目标价格 6 个月：480 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-1.78/-2.65	1.06/-6.28	2.51/-24.38
12 月最高/最低价 (美元)		467.56/389.33
总股本 (万股)		743,398.22
流通股本 (万股)		743,398.22
总市值 (亿美元)		30,911.98
流通市值 (亿美元)		30,911.98
近 3 月日均成交量 (万)		2196.97
主要股东		
The Vanguard Group, Inc.		8.95%

股价表现



相关研究报告

Azure 非 AI 负载增长短期有望保持韧性。关于 Azure 非 AI 负载，本季度微软集中性地对客户进行电话和邮件营销，催促其进行云续约或者迁移，这打破了过去渠道体系的规则（由合作伙伴与客户直接联系，而集成商与合作伙伴沟通），相当于绕过了合作伙伴向客户直接推销。与同行相比，微软的渠道调整相对滞后，因此短期可能拉动非 AI 负载继续加速增长，这与管理层 FY4Q25 Azure 继续加速趋势一致。

Azure AI 负载受供应效率提升，再加速确定性提升。关于 AI 负载，本季度 Azure AI 拉动 16% 的增长，略好于预期，主要归功于微软团队缩短了 GPU 装配、电力供应周期，提升供应链效率带来的。利润率层面，小模型及算法优化等从长期看可以起到与虚拟化技术类似的效果，即客户越来越倾向于采用云服务，而非托管，这也会带动云服务的利润率持续提升。如果对比本地迁移云计算的初期，当前的 AI 服务利润率高于云迁移初期的水平，这是一个积极信号。另外，需求的增长比管理层此前预期的略好一些，预计至 FY25 年底仍然供不应求，Azure 再加速的确定性提升。

M365 Commercial & Azure 总体表现稳健，业绩后市场预期修正明显，倾向于将关税带来的冲击定价为一次性的影响。过往 M365 Commercial 增长稳健，但在 Covid-19/俄乌冲突下也面临 SMB 流失和迁移带来的业绩挑战，当前市场预期隐含实际不受影响。Azure 方面，市场定价隐含了目前管理层提到的 AI 拉动本地迁移需求，以及供给瓶颈改善的预期。中期维度，我们对于贸易谈判的进展仍然保持谨慎状态，预期可能出现反复，这意味着关税可能对经济/中小企业产生实质性影响，市场定价存在中期维度低估潜在损失的风险。

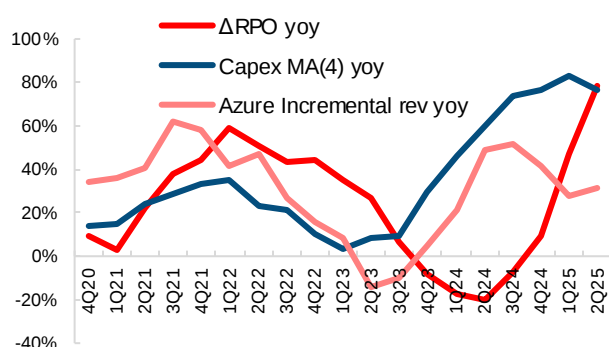
投资建议：估值层面，当前 P/E 略低于近 5 年均值水平，但 EV/FCF 基本处于近 5 年高位水平，主要由于 AI Capex 的高强度投入与回报节奏上并不匹配。我们仍然看好微软在 AI 应用的核心地位，目前没有信号表明企业客户在缩减 AI/非 AI 的 IT 预算，对 AI 投资仍然维持热情，25 年预计大量 AI 用例从实验阶段转向生产部署：应用侧 M365 Copilot 可能在 2H25 乃至后续季度开始拉动生产力软件业务增长，Azure AI 带动其他如数仓业务等增长。尽管 AI 业务能见度方面仍然存在问题，AI CapEx 的 ROI 尚不明确，这些问题在过去几个季度仍未得到业绩回应，但参考公有云转型的经验，架构/范式的转型涉及基础设施、开发结构方面的持续投入，其传导到终端需要一定周期，我们认为微软的 Risk/Reward 处于平衡状态，维持乐观展望并维持对微软的“买入”评级。

关于 Azure：非 AI 负载受渠道推动需求恢复，AI 负载需求增幅快于供给，FY25H2 重提再加速

关于 Azure 非 AI 负载，本季度 CRN¹反馈 2024 年底至 2025 年 1 季度微软的集成商集中性地对客户进行电话和邮件营销，催促其进行云续约或者迁移，这打破了过去渠道体系的规则（由合作伙伴与客户直接联系，而集成商与合作伙伴沟通），相当于绕过了合作伙伴向客户直接推销。这一措施在短期取得不错效果，但合作伙伴反馈很多客户对于集成商不顾客户实际需求盲目推销产品感到不满。与同行相比，微软的渠道调整相对滞后，因此短期可能拉动非 AI 负载继续加速增长，这与管理层 FY4Q25 Azure 继续加速趋势一致。

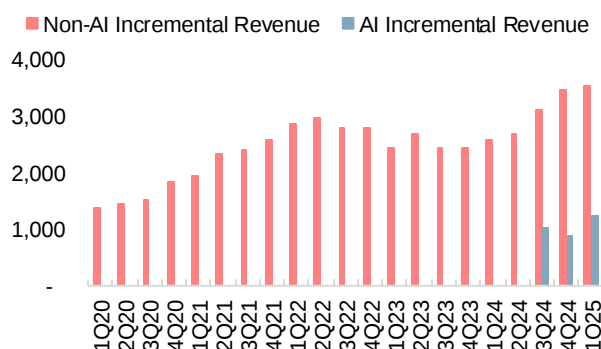
关于 AI 负载，本季度 Azure AI 拉动 16% 的增长，略好于预期，主要归功于微软团队缩短了 GPU 装配、电力供应周期，提升供应链效率带来的。利润率层面，小模型及算法优化等从长期看可以起到与虚拟化技术类似的效果，即客户越来越倾向于采用云服务，而非托管，这也会带动云服务的利润率持续提升。如果对比本地迁移云计算的初期，当前的 AI 服务利润率高于云迁移初期的水平，这是一个积极信号。另外，需求的增长比管理层此前预期的略好一些，预计至 FY25 年底仍然供不应求，Azure 再加速的确定性提升。

图 1:微软 RPO、Capex、Azure 增量收入同比呈现周期性同步变化



数据来源：公司公告，中信建投

图 2:Azure 非 AI 及 AI 部分每季度同比增长收入（百万美元）



数据来源：公司公告，中信建投

AI 对于驱动上云有提振作用，且 AI 拉动非 AI 收入具备乘数效应。核心关注 Microsoft Fabric，相当于数据工程方面的解决方案，集成了 Databricks 等数据湖工具，将会间接拉动 IaaS、PaaS 收入，例如 ETL 环节消耗计算资源等。FY3Q25 业绩会也提到，云计算市场同时进行 1) 本地向云的迁移；2) 云原生数据处理需求增长，典型是数据库，例如 PostgreSQL、SQL Server、CosmosDB、Databricks 及 Snowflake 等；3) 云原生应用需求增长。我们注意到 FY22-24 非 AI 的增量收入基本稳定在 106-108 亿，而 FY25 目前预期（Q4 按照指引倒推）非 AI 部分增量收入可达 138 亿，存在明显的提升。一方面说明 AI 驱动下客户迁移上云的动机增强了，一些原本不上云的负载上云了，或者本来上云比例不高的目前提升了；另一方面，AI IaaS 驱动下带来数据库、网安等 PaaS 收入增长，也就是 1 美元的 AI 收入会带来一定比例的非 AI 收入增长，有乘数效应。

¹ <https://www.crn.com/news/cloud/2025/partners-aggressive-microsoft-cloud-renewal-outreach-is-doing-damage>

表 1: Azure FY22 非 AI 部分增量收入基本稳定, FY25E 则明显回升, 预计是 AI 带动增量需求

	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
Azure	14,136	21,708	32,463	43,105	57,027	75,156	97,980	126,503
% yoy	59.3%	53.6%	49.5%	32.8%	32.3%	31.8%	30.4%	29.1%
AI Service Uplift					8.9%	14.8%	21.2%	30.9%
Non-AI					23.4%	17.0%	9.2%	-1.8%
AI Service Rev					3,120	8,952	17,009	29,766
Non-AI Incremental Rev	5,261	7,571	10,755	10,642	10,802	13,767	14,767	15,767
AI Incremental Rev					3,120	5,832	8,057	12,757

资料来源: 公司公告, 中信建投

表 2: Microsoft AI 相关指标

	FY4Q23	FY1Q24	FY2Q24	FY3Q24	FY4Q24	FY1Q25	FY2Q25	FY3Q25
Github Copilot 用户数 (家)	27,000	37,000	50,000					
Github Copilot 付费用户数 (万人)		100	130	180	ARR>8e			900
Power Platform AI 用户数 (家)	63,000	126,000	230,000	330,000	480,000	600,000		
Copilot Studio 用户数 (家)			10,909	30,000	50,000	100,000	160,000	
Windows Copilot (百万台)			75	255				
Azure AI 客户数 (家)	11,000	18,000	53,000		60,000			
每日新增客户数 (家)	100	78	389					
Azure AI 拉动增速 (%)		5%	9%	10%	11%	12%	13%	16%
Microsoft Fabric 客户数 (家)	8,000	16,000		11,000(付费)	14,000(付费)	16,000(付费)	19,000(付费)	21,000(付费)
Azure Arc 客户数 (家)	27,000	37,000	50,000					

资料来源: 公司公告, 中信建投

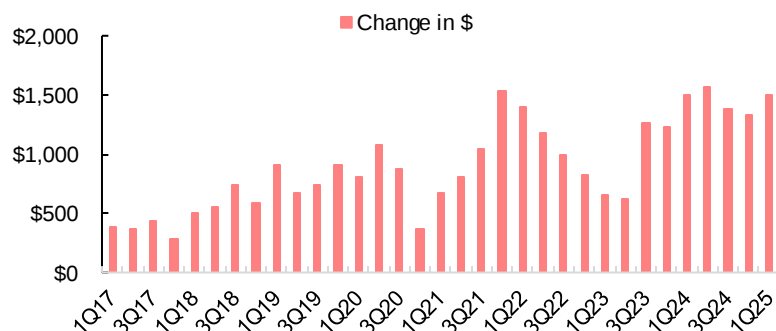
关于 M365: 续约周期表现平稳, E5 & Copilot 渗透推动 ARPU 提升

目前看 M365 Commercial 表现平稳, 需要警惕潜在经济波动时中小企业流失风险。M365 Commercial 增量收入趋势性比较明显, 长期增长来自于 ARPU 提升, 例如从 E3 到 E5 带动单价提升。增量收入的波动主要反映外部冲击 (如 Covid-19/俄乌冲突) 情况下中小企业续约出现波动, 一般会延期续约, 但注意到危机渡过往往往会超越平均值的续约, 即这部分需求不会凭空消失, 反映 M365 的不可替代性。

例如 FY4Q20, 管理层提到 “growth will be impacted by a decline of approximately 30% in our on-premises business, driven by the transactional weakness in small and medium businesses noted earlier.” FY1Q21 提到, “growth will be impacted by the strong prior year comparable noted earlier as well as a decline of approximately 30% in our on-premises business, driven by continued transactional weakness and the ongoing customer shift to Office 365.” FY4Q22 提到 “although growth was impacted by some moderation in new deal volume outside of E5, particularly in the small and medium business customer segment.” 因此需要关注如果宏观经济恶化, 关税谈判进展不及预期, 冲击中小企

业经营状况时 M365 可能面临的业绩风险。极端风险下，FY26 可能面临 300-500bps 的增速冲击，但预计会在不确定性回落后集中签署此前延迟的订单，反而会拉动后期的增速。

图 3:M365 Commercial 增量收入的趋势



数据来源: 公司公告, 中信建投

表 3:M365 Commercial Cloud 增长归因

	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
M365 Commercial Cloud	31,120	39,460	48,248	55,463	65,109	73,818	82,802	92,451
% yoy	29.1%	26.8%	22.3%	15.0%	17.4%	13.4%	12.2%	11.7%
Subs growth	41.1%	16.0%	15.0%	10.7%	7.0%	6.0%	5.1%	4.3%
ARPU growth	-8.5%	9.3%	6.3%	3.9%	9.7%	7.0%	6.8%	7.1%
M365 Copilot contribution to ARPU					1.4%	5.7%	9.5%	13.5%
M365 Copilot commercial subs(mn)					2.40	11.12	21.12	33.55
Non-Copilot ARPU growth					8.3%	2.8%	2.8%	2.8%
Non-Copilot ARPU	107	108	110	111	120	123	127	130
Copilot contribute ARPU					2	7	12	18
Risk Scenario								
俄乌冲突新增收入减少 40%							7.1%	15.4%
新冠病毒新增收入减少 23%							9.1%	13.3%

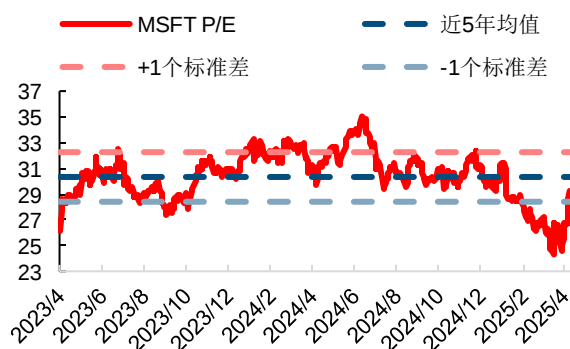
资料来源: 公司公告, 中信建投

图 4:不同情景下微软的估值

Current Stock Price		\$435.28													
	Bear (1)	Base (2)	Bull (3)	Base EPS \$16.90				Bull EPS \$18.17				Bear EPS \$13.17			
Azure growth	27.8%	30.6%	33.4%	P/E	Target	% return	3yr IRR	P/E	Target	% return	3yr IRR	P/E	Target	% return	3yr IRR
M365 Commercial growth	10.9%	12.2%	17.6%	25.0x	\$422.46	(2.9%)	(1.0%)	30.0x	\$545.10	65.1%	18.2%	35.0x	\$460.95	165.8%	38.5%
M365 Consumer growth	4.8%	7.0%	9.1%	24.0x	\$405.56	(6.8%)	(2.3%)	29.0x	\$526.93	59.6%	16.9%	34.0x	\$447.78	158.2%	37.2%
Operating Margin	40.0%	48.3%	50.0%	23.0x	\$388.66	(10.7%)	(3.7%)	28.0x	\$508.76	54.1%	15.5%	33.0x	\$434.61	150.6%	35.8%
Adjusted EPS	\$13.17	\$16.90	\$18.17	22.0x	\$371.76	(14.6%)	(5.1%)	27.0x	\$490.59	48.6%	14.1%	32.0x	\$421.44	143.0%	34.4%
				21.0x	\$354.86	(18.5%)	(6.6%)	26.0x	\$472.42	43.1%	12.7%	31.0x	\$408.27	135.4%	33.0%
	Bear	Base	Bull	Base Case Thoughts				Bull Case Thoughts				Bear Case Thoughts			
FY 26 Earnings	\$13.17	\$16.90	\$18.17	Azure受益于AI加速迁移, Non-AI负载稳步增长				Azure受益于AI加速迁移, Non-AI负载稳步增长				外部冲击导致IT预算削减/延迟投资, 云迁移及AI投资放缓			
Target P/E	25.0x	30.0x	35.0x	AI部分供给瓶颈缓解, 订单兑现				AI部分供给瓶颈缓解, 订单兑现				渠道体系受到冲击, 新产品推向市场速率放缓			
Target Price	\$329.25	\$506.95	\$635.95	IT预算稳定, 无明显外部冲击				IT预算改善				AI产品成熟度较低, 客户部署速率低于预期			
% return	(24.4%)	16.5%	46.1%	OpEx稳步优化				AI对于OpEx优化有所帮助				OpEx回归2020年以前水平			
% IRR	(8.9%)	5.2%	13.5%									大力收购&投资但回报不明显			
Bull	\$635.95	20.0%													
Base	\$506.95	50.0%													
Bear	\$329.25	30.0%													
Probability Adjusted	\$479.44														

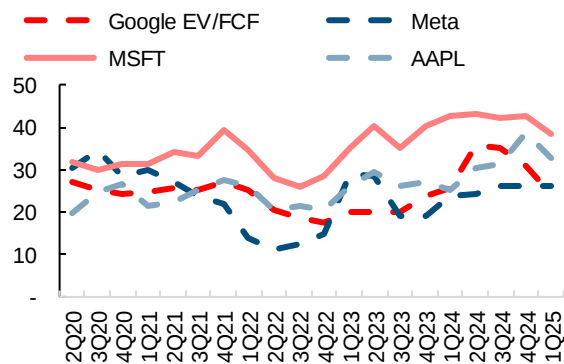
数据来源: 公司公告, 中信建投

图 5:微软目前估值略低于近 5 年均值水平



数据来源: Bloomberg, 中信建投

图 6:但如果从 EV/FCF 看, 估值实际上处于近 5 年高位



数据来源: Bloomberg, 中信建投

风险分析

业务发展不及预期：云计算、Dynamics、Teams 等业务竞争格局仍处于较快变化阶段，我们对微软的估值和投资判断很大程度上是基于主观预期，而市场竞争加剧可能影响微软相关业务的表现，使预期与实际业绩产生偏差。

行业增长不及预期：疫情下居家办公等需求脉冲式增长，这使得重新开放后高基数、需求透支下业绩可能增速将有所放缓。

监管不确定性：云计算等业务涉及多个国家和地区，同时满足不同国家的监管要求及潜在的变化会对业务产生一定不确定性的影响。

报表预测

资产负债表 (百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	184,257.00	159,734.00	262,247.21	391,754.67	535,193.16
现金	111,262.00	75,543.00	167,845.15	284,738.96	414,021.40
应收票据及应收账款合	48,688.00	56,924.00	63,852.25	72,383.95	81,958.91
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	2,500.00	1,246.00	3,114.27	3,530.39	3,997.39
其他流动资产	21,807.00	26,021.00	27,435.53	31,101.37	35,215.46
非流动资产	227,719.00	352,429.00	326,586.91	300,747.22	274,909.28
长期投资	9,879.00	14,600.00	14,600.00	14,600.00	14,600.00
固定资产	95,641.00	135,591.00	114,348.41	93,105.82	71,863.23
无形资产	9,366.00	27,597.00	22,997.50	18,398.28	13,799.42
其他非流动资产	112,833.00	174,641.00	174,641.00	174,643.12	174,646.63
资产总计	411,976.00	512,163.00	588,834.12	692,501.89	810,102.44
流动负债	104,149.00	125,286.00	125,790.09	142,597.69	161,460.54
短期借款	5,247.00	8,942.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合	18,095.00	21,996.00	23,793.84	26,973.09	30,541.09
其他流动负债	80,807.00	94,348.00	101,996.24	115,624.60	130,919.44
非流动负债	101,604.00	118,400.00	118,400.00	118,400.00	118,400.00
长期借款	41,990.00	42,688.00	42,688.00	42,688.00	42,688.00
其他非流动负债	59,614.00	75,712.00	75,712.00	75,712.00	75,712.00
负债合计	205,753.00	243,686.00	244,190.09	260,997.69	279,860.54
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	93,718.00	100,923.00	100,923.00	100,924.00	100,926.00
留存收益	112,505.00	167,554.00	243,721.03	330,580.19	429,315.91
归属母公司股东权益	206,223.00	268,477.00	344,644.03	431,504.19	530,241.91
负债和股东权益	411,976.00	512,163.00	588,834.12	692,501.89	810,102.44

现金流量表 (百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	87,582.00	118,548.00	131,707.52	150,794.89	167,193.83
净利润	72,361.00	88,136.00	104,642.45	119,331.88	135,648.54
折旧摊销	13,861.00	22,287.00	25,842.09	25,842.69	25,843.94
财务费用	0.00	0.00	1,838.93	1,278.35	847.54
其他经营现金流	1,360.00	8,125.00	-615.95	4,341.97	4,853.81
投资活动现金流	-22,680.00	-96,970.00	-149.02	-150.02	-151.02
资本支出	-31,537.00	-60,575.00	0.00	3.00	6.00
其他投资现金流	8,857.00	-36,395.00	-149.02	-153.02	-157.02
筹资活动现金流	-43,935.00	-37,757.00	-39,256.35	-33,751.07	-37,760.37
短期借款	2,498.00	3,695.00	-8,942.00	0.00	0.00
长期借款	-5,042.00	698.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-41,391.00	-42,150.00	-30,314.35	-33,751.07	-37,760.37
现金净增加额	20,967.00	-16,179.00	92,302.15	116,893.80	129,282.44

资料来源: 公司公告, 中信建投

利润表 (百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	211,915.00	245,122.00	279,556.85	316,910.20	358,831.13
营业成本	65,863.00	74,114.00	81,598.00	92,500.82	104,736.84
其他营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售和管理费用	30,334.00	32,065.00	39,142.61	44,372.70	50,242.33
研发费用	27,195.00	29,510.00	33,914.72	38,446.28	43,531.96
财务费用	0.00	0.00	1,838.93	1,278.35	847.54
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
营业利润	88,523.00	109,433.00	123,062.60	140,313.06	159,474.47
其他非经营损益	788.00	-1,646.00	-175.00	-175.00	-175.00
利润总额	89,311.00	107,787.00	122,887.60	140,138.06	159,299.47
所得税	16,950.00	19,651.00	18,245.15	20,806.18	23,650.93
净利润	72,361.00	88,136.00	104,642.45	119,331.88	135,648.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	72,361.00	88,136.00	104,642.45	119,331.88	135,648.54
EBITDA	103,172.00	130,074.00	150,568.62	167,259.10	185,990.95
EPS (元)	9.73	11.86	14.08	16.05	18.25

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	6.88	15.67	14.05	13.36	13.23
归属于母公司净利润	6.68	20.69	15.72	13.38	13.24
获利能力					
毛利率(%)	68.92	69.76	70.81	70.81	70.81
净利率(%)	34.15	35.96	37.43	37.65	37.80
ROE(%)	35.09	32.83	30.36	27.65	25.58
ROIC(%)	54.59	54.95	39.54	48.74	61.74
偿债能力					
资产负债率(%)	49.94	47.58	41.47	37.69	34.55
净负债比率(%)	-31.05	-8.91	-36.31	-56.09	-70.03
流动比率	1.77	1.27	2.08	2.75	3.31
速动比率	1.54	1.06	1.84	2.50	3.07
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.48	0.47	0.46	0.44
应收账款周转率	4.35	4.31	4.38	4.38	4.38
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	9.73	11.86	14.08	16.05	18.25
每股经营现金流(最新)	11.78	15.95	17.72	20.28	22.49
每股净资产(最新摊薄)	27.74	36.11	46.36	58.04	71.33
估值比率					
P/E	44.15	36.25	30.53	26.77	23.55
P/B	15.49	11.90	9.27	7.40	6.03
EV/EBITDA	-0.44	0.00	-0.68	-1.32	-1.89

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，7 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

许悦

海外研究员，南洋理工大学硕士，专注于港股互联网及美股软件研究，2022 年加入中信建投海外前瞻组，2023 年新浪金麒麟港股及海外市场菁英分析师第二名，2023-24 第十七届、十八届水晶球最佳分析师海外行业入围，2024 年度新财富海外市场研究团队第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk