

买入

2025 年 8 月 14 日

**Azure 业绩加速增长并大超预期，需求推动商业订单量跳增**

- **业绩摘要：** 本季度公司收入为 764 亿美元，同比增长 18%，超过彭博一致预期的 739 亿美元。其中产品收入 171 亿美元，同比增长 30%；服务及其他收入 593 亿美元，同比增长 15%。毛利率为 68.6%，同比下降 100bps，超过彭博一致预期 68.2%。经营利润率为 44.9%，同比增长 180bps。GAAP 净利润为 272 亿美元，同比增长 24%，超过一致预期的 253 亿美元，净利润率为 37.6%。GAAP 摊薄每股收益为 3.65 美元，超过彭博一致预期的 3.37 美元。本季度公司包含融资租赁的资本开支为 242 亿美元。
- **Azure 收入再度大超预期：** 本季度 Azure 云服务收入同比增长 39%至 219 亿美元，远高于市场预期的 35%增速，AI 贡献了 19pcts 收入增速。同时下季度指引的 37%增速也超预期。公司再次强调收入的增加主要得益于 IaaS 的增长，但需求仍然高于供应。公司正在加速建设数据中心，过去 12 个月中，公司增加了超过 2 吉瓦的新容量，并指引下季度资本开支 300 亿美元。同时，软件的优化也使同一 GPU 运行 GPT4o 模型的 tokens 处理能力提升 90%。
- **商业订单量加速：** 微软云收入同比增长 27%至 467 亿美元。本季度公司的商业订单量同比增长 37%，相比上季度的 18%及去年同期订单增速 17%大幅提速。剩余履约义务 (RPO) 价值 3680 亿美元，同比增长 37%，环比增长 530 亿美元。其中 M365 商业云和服务收入 243 亿美元，同比增长 16%。付费商业席位同比增长 6%，主要由于 SMB 的需求增长。ARPU 的增长主要来自 E5 用户的增长以及 Copilot 订阅量提升。目前 Copilot 月活用户已经超过 8 亿，同时 Foundry API 今年处理超过 500 万亿 tokens。
- **目标价 600 美元，买入评级：** 公司的 Azure 云服务业务及 PBP 业务在 AI 需求下增长加速，根据 DCF 估值法，维持 WACC 为 8.5%。考虑到公司长期会维持高于 GDP 的增长速度，长期增长率为 3%，获得目标价 600 美元，较当前价格有 15.3%的提升空间，维持买入评级。
- **风险因素：** 云计算市场竞争风险，AI 发展不及预期风险，PC 出货量下降风险，Arm 冲击 PC 生态风险，汇率风险。

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

李倩

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

|         |                                                                                                                       |
|---------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业      | TMT                                                                                                                   |
| 股价      | 520.58 美元                                                                                                             |
| 目标价     | 600.00 美元<br>(+15.3%)                                                                                                 |
| 股票代码    | MSFT                                                                                                                  |
| 已发行股本   | 74.3 亿股                                                                                                               |
| 总市值     | 38696 亿美元                                                                                                             |
| 52 周高/低 | 555.45 美元/344.17 美元                                                                                                   |
| 每股净资产   | 46.20 美元                                                                                                              |
| 主要股东    | Vanguard Group INC. 9.3%<br>BlackRock INC. 7.8%<br>State Street Corp 4.0%<br>Capital Research and Management Co. 3.0% |

盈利摘要

| 截至6月30日止财政年度    | 24财年实际  | 25财年实际  | 26财年预测  | 27财年预测  | 28财年预测  |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总营业收入 (百万美元)    | 245,122 | 281,724 | 325,401 | 375,381 | 430,963 |
| 变动              | 15.67%  | 14.93%  | 15.50%  | 15.36%  | 14.81%  |
| 净利润             | 88,136  | 101,832 | 117,210 | 138,618 | 159,124 |
| 摊薄每股盈利 (美元)     | 11.8    | 13.6    | 15.7    | 18.7    | 21.6    |
| 变动              | 21.91%  | 15.59%  | 15.28%  | 18.98%  | 15.49%  |
| 基于521美元的市盈率 (估) | 50.8    | 44.0    | 38.2    | 32.1    | 27.8    |
| 每股派息 (美元)       | 3.0     | 3.3     | 3.5     | 3.9     | 4.4     |
| 股息现价比           | 0.58%   | 0.64%   | 0.67%   | 0.75%   | 0.84%   |

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

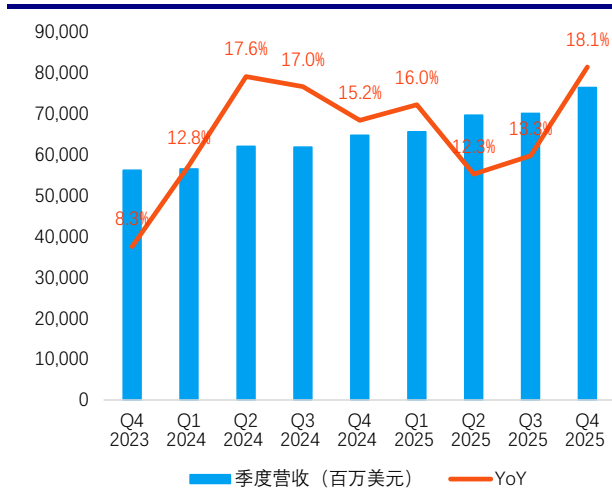
业绩摘要

收入同比增长 18%，净利润同比增长 24%，均超彭博一致预期

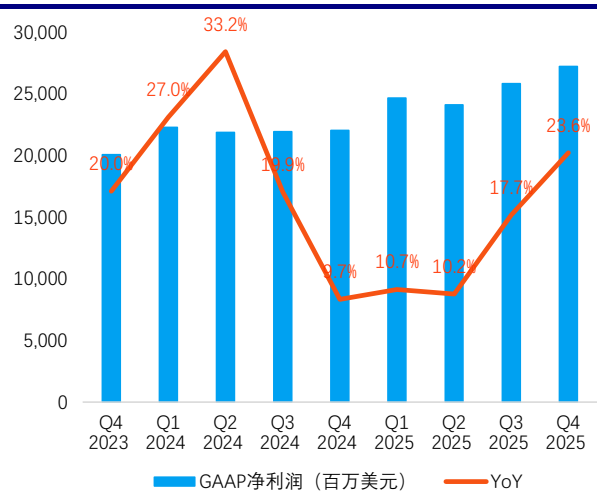
本季度公司收入为 764 亿美元，同比增长 18%，超过彭博一致预期的 739 亿美元。其中产品收入 171 亿美元，同比增长 30%；服务及其他收入 593 亿美元，同比增长 15%。毛利率为 68.6%，同比下降 100bps，超过彭博一致预期 68.2%。经营利润率为 44.9%，同比增长 180bps。GAAP 净利润为 272 亿美元，同比增长 24%，超过一致预期的 253 亿美元，净利润率为 37.6%。GAAP 摊薄每股收益为 3.65 美元，超过彭博一致预期的 3.37 美元，去年同期为 2.95 美元。

本季度公司包含融资租赁的资本开支为 242 亿美元；公司产生经营现金流 426 亿美元，同比增长 15%；自由现金流 256 亿美元，同比增长 10%。本季度公司共回购 32 亿美元股票及派息 62 亿美元，2025 全财年共返还投资者超 370 亿美元。

图表 1：季度营收情况及增速（百万美元）



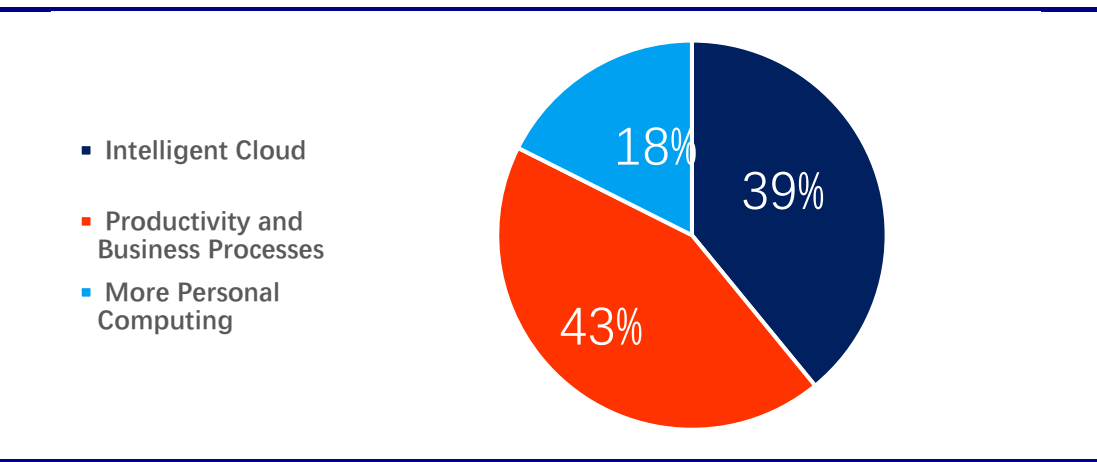
图表 2：季度净利润情况及增速（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

资料来源：公司资料，第一上海整理

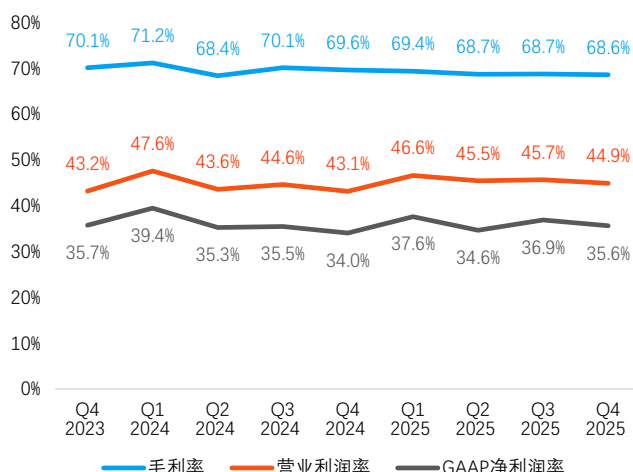
图表 3：收入构成



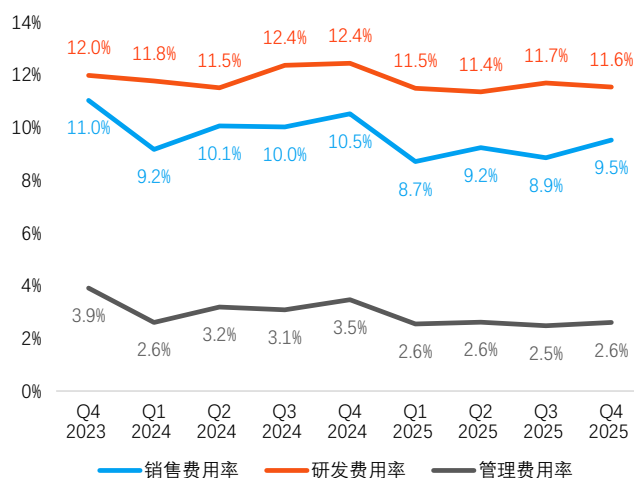
资料来源：公司资料，第一上海整理

本季度公司研发费用为 88 亿美元，同比增长 9.6%，费用率为 11.6%；销售及营销费用为 73 亿美元，同比增长 6.9%，费用率为 9.5%；管理及总务费用为 20 亿美元，同比下降 11.4%，费用率为 2.6%。

图表 4：季度利润率



图表 5：季度费用率



资料来源：公司资料，第一上海整理

资料来源：公司资料，第一上海整理

微软云收入同比增长 27%至 467 亿美元。本季度公司的商业订单量同比增长 37%，去年同期订单增速为 17%。剩余履约义务（RPO）价值 3680 亿美元，同比增长 37%，环比增长 530 亿美元。微软云的毛利率百分比下降 1ppts 至 68%，主要由于对 AI 基础设置投资增长。

下季度收入指引同比增长 15%，超过一致预期的

公司预计 FY2026Q1 财季收入区间为 747 亿美元至 758 亿美元，同比增长 13.9%至 15.6%，中值超过彭博一致预期的 730 亿美元。其中生产力和商业流程收入在 322 亿美元至 325 亿美元之间；智能云收入在 301 亿美元至 304 亿美元之间，其中按固定汇率计算 Azure 收入增速在 37%；更多个人计算收入在 124 亿美元至 129 亿美元之间。预计成本在 243 亿美元至 245 亿美元之间，运营开支在 157 亿美元至 158 亿美元之间；下一季度的有效税率约为 19%-20%。

公司重申得益于云计算强劲的需求，2026 财年的资本支出将继续增长，下季度包含融资租赁在内的资本开支将达 300 亿美元。

## 智能云

智能云收入同比增长 26%

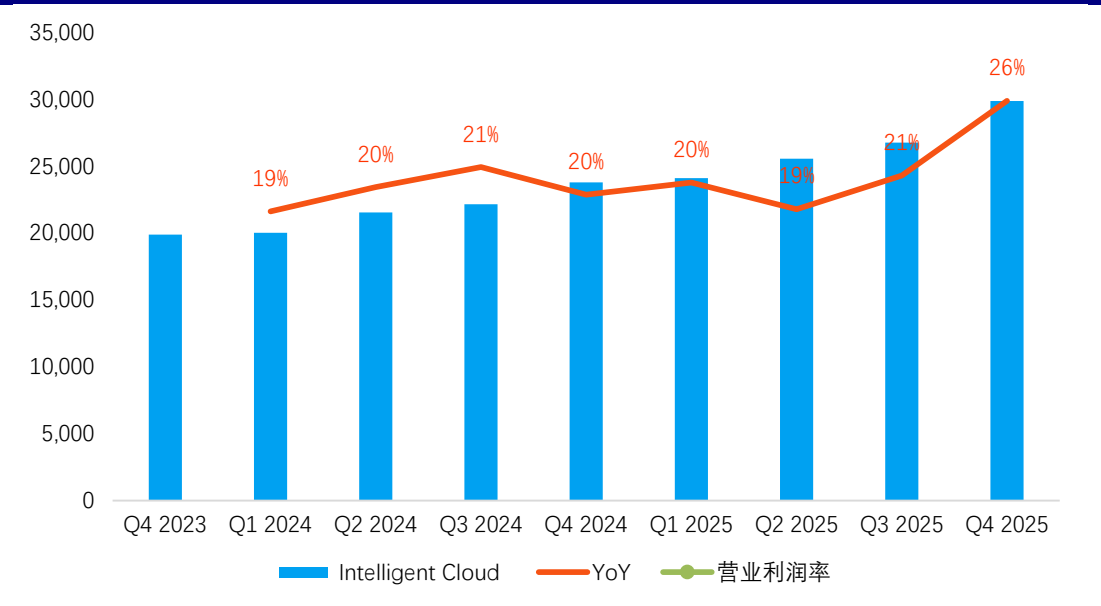
本季度公司智能云业务收入为 299 亿美元，同比增长 26%；经营利润为 121 亿美元，同比增长 23%，经营利润率为 41%。企业咨询服务收入同比增长 7%至 20 亿美元，服务产品产品及云服务收入同比增长 27%至 279 亿美元。

本季度 Azure 云服务收入同比增长 39%至 219 亿美元，远高于市场预期的 35%增速，AI 贡献了 19ppts 收入增速。收入的增加主要得益于 IaaS 的增长，但需求仍然高于供应。本地部署服务器产品业务收入同比下降 2%，高于预期，主要因为客户云迁移。公司正在加速建设数据中心，过去 12 个月中，公司增加了超过 2 吉瓦的新容量，并推出主权云（Sovereign Cloud）服务。同时，软件的优化也使同一 GPU 运行 GPT4o 模型的 tokens 处理能力提升 90%。

Microsoft Fabric 付费客户超过 25000 家（上季度为 21000 家），收入同比增长 55%。数据湖 OneLake、PostgreSQL 及 Cosmos DB 等数据库产品使用量均有大幅增长。帮助客户大规模设计、自定义和管理 AI 应用程序和代理的 Azure AI Foundry 使用量超过 14000 家客户。

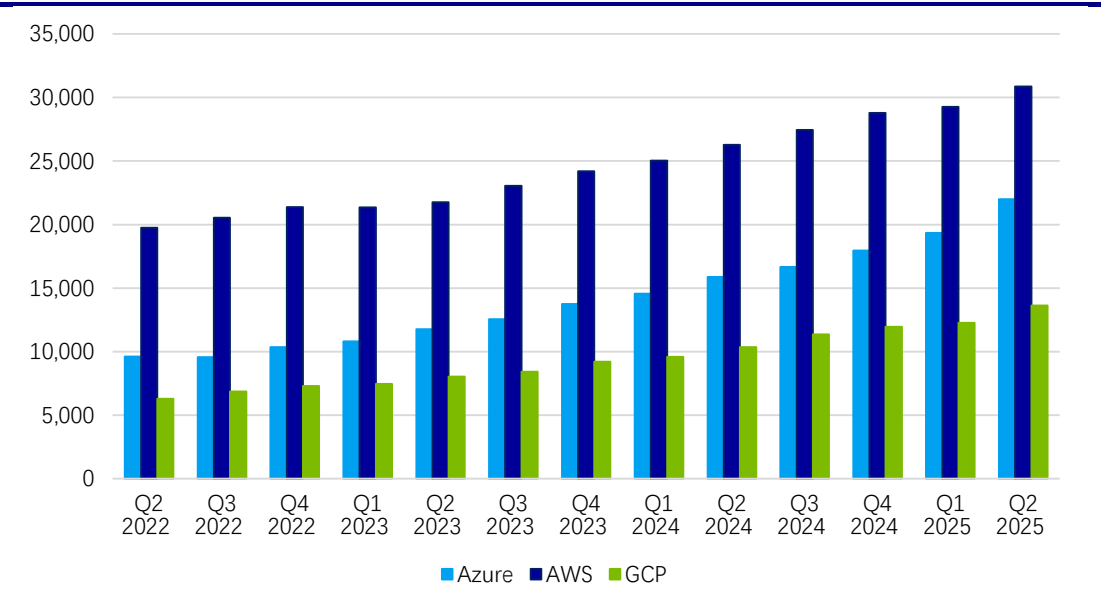
GitHub Copilot Enterprise 客户环比增长 75%，因为公司根据自己的代码库定制了 Copilot。GitHub Copilot 总用户量超过 2000 万，网站上的 AI 项目比去年增加超过一倍。

图表 6：智能云季度收入情况与增速（百万美元）



资料来源：公司资料

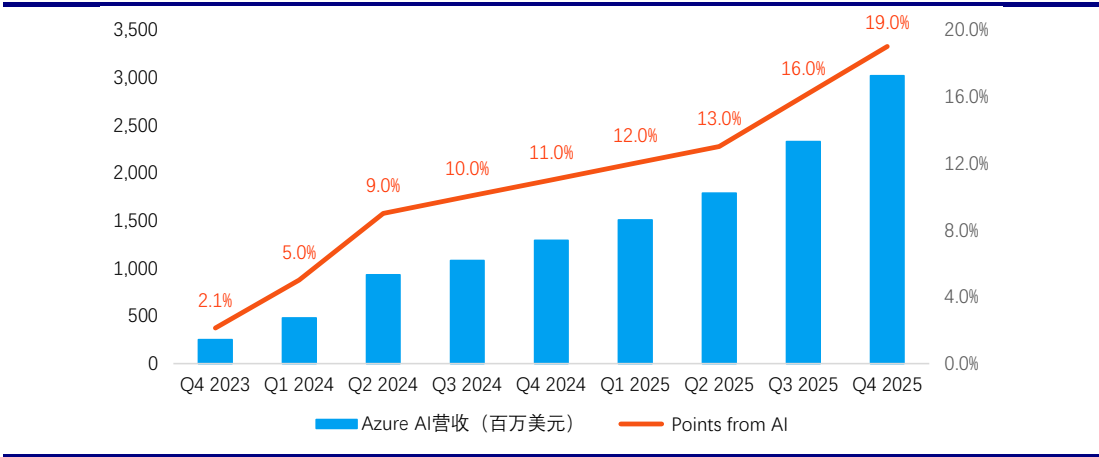
图表 7：三大云服务商收入情况（百万美元）



资料来源：公司资料

我们认为微软的 Windows+Office+Azure 生态可以给 AI 带来大量的应用场景及数据。Azure 的收入将受益于 Copilot AI 服务、OpenAI API 的计算需求（例如 CosmosDB 及 GPU 需求）、以及 IaaS 业务。基于现有业务流程的 AI Copilot 赋能将为大大提升微软产品的价值及 ARPU。目前 Copilot 月活用户已经超过 8 亿，同时 Foundry API 今年处理超过 500 万亿 tokens。雀巢将 200 多个 SAP 实例、10000 多台服务器和 1.2PB 的数据迁移到 Azure。

图表 8：Azure AI 收入贡献增速



资料来源：公司资料

生产力和商业流程

生产力和业务流程收入  
同比增长 16%

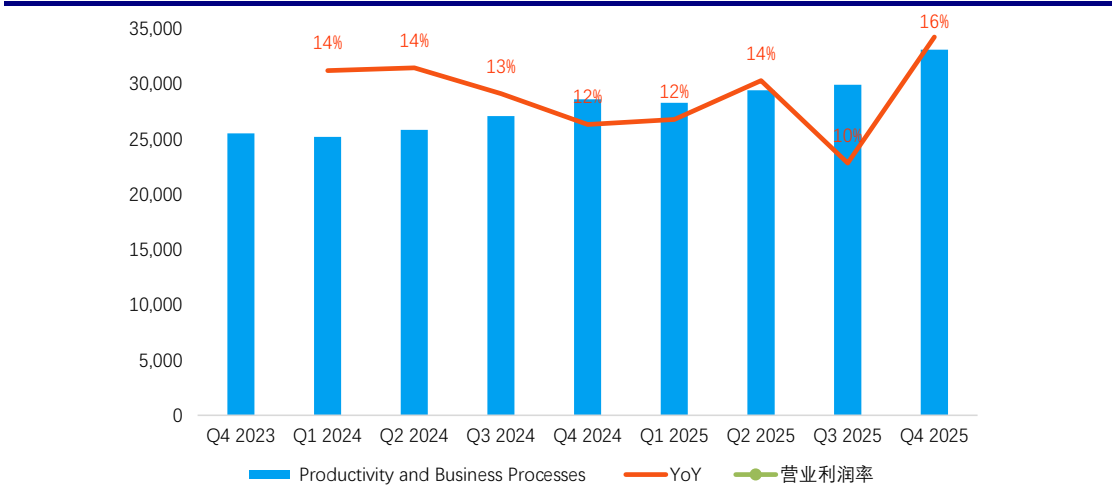
本季度公司生产力和商业流程业务收入为 331 亿美元，同比增长 16%，主要由 M365 商业云的收入增长推动；经营利润为 190 亿美元，同比增长 21%，经营利润率为 57%。

本季度 M365 商业云和服务收入 243 亿美元，同比增长 16%，其中 M365 商业云收入同比增长 18%。付费商业席位同比增长 6%，主要由于 SMB 的需求增长。ARPU 的增长主要来自 E5 用户的增长以及 Copilot 订阅量提升。巴克莱银行购买 10 万个 Copilot 席位；瑞银集团正在将部署扩展到所有员工，此前最初将其部署到 55000 名员工；Adobe、毕马威、辉瑞、富国银行本季度都购买了超过 25000 个席位

本季度 M365 个人云及产品收入 20 亿美元，同比增长 21%。M365 个人版订阅用户为 8900 万，同比增长 8%。

本季度领英收入 46 亿美元，同比增长 9%，全业务线收入均有所增长，会员数超过 12 亿。Dynamics 收入 21 亿美元，同比增长 18%，其中 Dynamics 365 收入同比增长 23%。

图表 9：生产力和商业流程季度收入情况与增速（百万美元）



资料来源：公司资料

## 更多个人计算

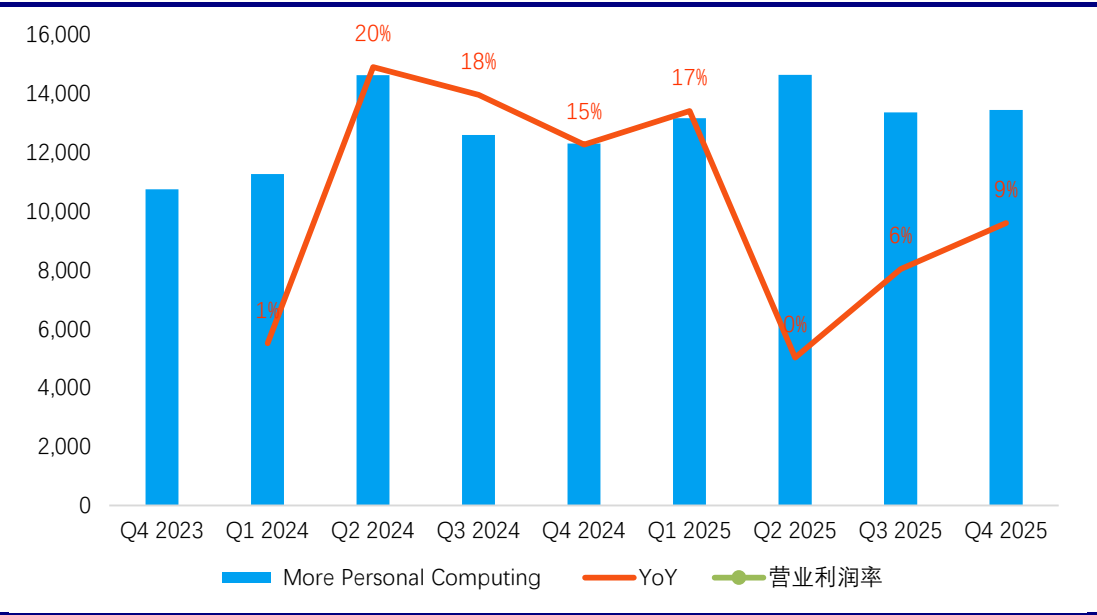
更多个人计算收入同比增长 9% 本季度更多个人计算业务收入为 135 亿美元，同比增长 9%；经营利润为 32 亿美元，同比增长 34%，经营利润率为 24%。

本季度 Windows 系统及设备收入为 43 亿美元，同比增长 3%。

本季度公司游戏业务收入 55 亿美元，同比增长 10%。游戏硬件收入同比下降 22%，内容和服务收入同比增长 13%。Game Pass 的年收入首次接近 50 亿美元。

搜索及新闻广告收入为 36 亿美元，同比增长 17%，剔除流量费用后同比增长 21%。本季度 Edge 浏览器也加入了 Copilot 模式

图表 10：更多个人计算季度收入情况与增速（百万美元）



资料来源：公司资料

盈利预测与估值

2026-2028 财年收入  
CAGR 为 15.3%

公司的 Azure 云服务业务及 PBP 业务在 AI 需求下增长加速，我们预测公司 2026-2028 财年收入分别为 3254 亿、3754 亿、4310 亿美元，CAGR 为 15.3%。2025-2027 财年公司 GAAP 净利润分别为 1172 亿、1386 亿和 1591 亿美元，CAGR 为 16.3%。对应 EPS CAGR 将达到 16.6%。

目标价 600 美元

根据 DCF 估值法，维持 WACC 为 8.5%。考虑到公司长期会维持高于 GDP 的增长速度，长期增长率为 3%，获得目标价 600 美元，较当前价格有 15.3%的提升空间，维持买入评级。

图表 11：DCF 估值

| 高速成长期          |         |         |         |         |         | 稳定成长期   |         |         |         |         | 永续期       |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 折现年限           | 0       | 1       | 2       | 3       | 4       | 5       | 6       | 7       | 8       | 9       | 10        |
| 假设             | 2026E   | 2027E   | 2028E   | 2029E   | 2030E   | 2031E   | 2032E   | 2033E   | 2034E   | 2035E   | 2036E     |
| (百万美元)         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |           |
| CFO            | 155,314 | 187,594 | 222,139 |         |         |         |         |         |         |         |           |
| 自由现金流量         | 64,943  | 88,186  | 114,778 | 145,768 | 180,752 | 218,710 | 258,078 | 299,371 | 344,276 | 392,475 | 404,249   |
| 自由现金流增长率       |         | 35.8%   | 30.2%   | 27%     | 24%     | 21%     | 18%     | 16%     | 15%     | 14%     | 3%        |
| 折合至2025财年的现金流量 | 64,943  | 81,277  | 97,499  | 114,123 | 130,426 | 145,452 | 158,188 | 169,122 | 179,254 | 188,341 | 3,527,111 |
| 永续期折现值         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         | 7,570,490 |

|       |      |
|-------|------|
| WACC  | 8.5% |
| 长期增长率 | 3.0% |

|                |           |
|----------------|-----------|
| Valuation      |           |
| 现金流折现          | 4,855,737 |
| 减：净金融负债        | -45,017   |
| 减：少数股东权益+合伙人权益 | 428,614   |
| 股本价值           | 4,472,140 |
| 股本数量（预期）       | 7,454     |
| DCF法之每股价值（美元）  | 600.00    |

资料来源：第一上海预测

风险因素

- 云计算市场竞争风险
- 云计算市场竞争者众多，包括已有的巨头及新进入的 GPU 云服务商。公司的 Azure 业务无法应对如 AWS、GCP 等竞争对手，则可能发展不及预期风险。
- PC 出货量下降风险
- 2023 年 PC 市场规模继续萎缩，同时 Chromebook 及 Mac 对搭载 Windows 的 PC 产生竞争，导致 Windows 销量及公司产品总用户量下降风险。
- Arm 冲击 PC 生态风险
- 公司推进的 Arm 版 Windows 进展缓慢，开发者与应用较少。苹果已经开发出自研的 Arm 架构处理器。未来如果手机电脑逐步统一搭载 Arm 处理器，将对 Wintel 生态与 Xbox 游戏业务造成冲击。
- AI 发展不及预期风险
- 当前市场对于 AI 情绪高涨，对于微软的估值部分反映了 AI 收入高增长的预期。公司的 AI 相关收入有发展不及预期风险。
- 汇率风险
- 全球汇率波动会对公司以美元计价的财务数据造成影响。



主要财务报表

| 损益表                   |         |         |         |         |         | 财务能力分析         |         |         |         |         |          |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 单位: 百万美元, 财务年度截至6月30日 |         |         |         |         |         |                |         |         |         |         |          |
|                       | 2024财年  | 2025财年  | 2026财年  | 2027财年  | 2028财年  |                | 2024财年  | 2025财年  | 2026财年  | 2027财年  | 2028财年   |
|                       | 实际      | 实际      | 预测      | 预测      | 预测      |                | 实际      | 实际      | 预测      | 预测      | 预测       |
| 主营业务收入                | 245,122 | 281,724 | 325,367 | 375,308 | 430,841 | 盈利能力           |         |         |         |         |          |
| - 主营业务收入成本            | 74,114  | 87,831  | 105,980 | 128,580 | 157,670 | 毛利率 (%)        | 69.8%   | 68.8%   | 67.4%   | 65.7%   | 63.4%    |
| 毛利                    | 171,008 | 193,893 | 219,386 | 246,728 | 273,171 | EBITDA 利率 (%)  | 53.7%   | 57.7%   | 53.0%   | 55.2%   | 56.1%    |
| - 营业开支                | 61,575  | 65,365  | 73,386  | 74,161  | 75,192  | 净利率 (%)        | 36.0%   | 36.1%   | 36.0%   | 36.9%   | 36.9%    |
| 销售及管理开支               | 24,456  | 25,654  | 28,933  | 29,238  | 29,645  | 营运表现           |         |         |         |         |          |
| 研究及开发开支               | 29,510  | 32,488  | 35,975  | 36,727  | 37,238  | 销售及管理费用/收入 (%) | 13.1%   | 11.7%   | 11.5%   | 10.0%   | 8.8%     |
| 总务及管理开支               | 7,609   | 7,223   | 8,478   | 8,195   | 8,309   | 研发费用/收入 (%)    | 12.0%   | 11.5%   | 11.1%   | 9.8%    | 8.6%     |
| 营业利润                  | 109,433 | 128,528 | 145,667 | 172,230 | 197,637 | 实际税率 (%)       | 18.2%   | 17.6%   | 19.0%   | 19.0%   | 19.0%    |
| - 营业外费用               | 1,646   | 4,901   | 976     | 1,126   | 1,239   | 股息支付率 (%)      | 25.4%   | 26.5%   | 22.3%   | 21.0%   | 20.2%    |
| 税前利润                  | 107,787 | 123,627 | 144,690 | 171,104 | 196,399 | 库存周转率          | 39.6    | 80.4    | 90.0    | 90.0    | 102.9    |
| - 所得税支出               | 19,651  | 21,795  | 27,491  | 32,510  | 37,316  | 应收账款天数         | 77.6    | 81.0    | 80.0    | 75.0    | 70.0     |
| 非常项目前收入               | 88,136  | 101,832 | 117,199 | 138,595 | 159,083 | 应付账款天数         | 97.4    | 101.9   | 101.0   | 100.0   | 101.9    |
| 净利润                   | 88,136  | 101,832 | 117,199 | 138,595 | 159,083 | 财务状况           |         |         |         |         |          |
| 普通股股东所得净利润            | 88,136  | 101,832 | 117,199 | 138,595 | 159,083 | 总负债/总资产        | 47.6%   | 44.5%   | 39.5%   | 35.1%   | 31.2%    |
| 折旧与摊销                 | 22,287  | 34,153  | 26,876  | 35,009  | 43,956  | 收入/净资产         | 32.8%   | 29.6%   | 27.3%   | 26.0%   | 24.3%    |
| EBITDA                | 131,720 | 162,681 | 172,542 | 207,240 | 241,593 | 收入/总资产         | 17.2%   | 16.5%   | 16.6%   | 16.9%   | 16.7%    |
| 主营业务增长 (%)            | 15.7%   | 14.9%   | 15.5%   | 15.3%   | 14.8%   | 经营性现金流/收入      | 48.4%   | 48.3%   | 47.7%   | 50.0%   | 51.5%    |
| EBITDA 增长率 (%)        | 22.3%   | 19.0%   | 5.7%    | 16.7%   | 14.2%   |                |         |         |         |         |          |
| 资产负债表                 |         |         |         |         |         | 现金流量表          |         |         |         |         |          |
|                       | 2024财年  | 2025财年  | 2026财年  | 2027财年  | 2028财年  |                | 2024财年  | 2025财年  | 2026财年  | 2027财年  | 2028财年   |
|                       | 实际      | 实际      | 预测      | 预测      | 预测      |                | 实际      | 实际      | 预测      | 预测      | 预测       |
| + 现金与现金等同             | 18,315  | 30,242  | 50,615  | 91,250  | 155,504 | + 净利润          | 88,136  | 101,832 | 117,199 | 138,595 | 159,083  |
| + 短期投资                | 57,228  | 64,323  | 64,323  | 64,323  | 64,323  | + 折旧、摊销        | 22,287  | 34,153  | 26,876  | 35,009  | 43,956   |
| + 应收账款与票据             | 56,924  | 69,905  | 74,702  | 81,676  | 85,874  | + 其他非现金调整      | 6,301   | 5,527   | 12,483  | 13,013  | 13,567   |
| + 库存                  | 1,246   | 938     | 1,417   | 1,440   | 1,626   | + 非现金资本变动      | 1,824   | -5,350  | -1,258  | 951     | 5,485    |
| + 其他流动资产              | 26,021  | 25,723  | 25,723  | 25,723  | 25,723  | 经营活动现金流量       | 118,548 | 136,162 | 155,300 | 187,568 | 222,090  |
| 总计流动资产                | 159,734 | 191,131 | 216,781 | 264,412 | 333,049 | + 固定资产变动       | -69,132 | -5,978  | 0       | 0       | 0        |
| + 长期投资与应收             | 14,600  | 15,405  | 15,405  | 15,405  | 15,405  | + 资本支出         | -44,477 | -64,551 | -90,371 | -99,409 | -107,361 |
| + 净固定资产               | 135,591 | 204,966 | 268,462 | 332,861 | 396,266 | + 长期净投资变动      | 17,937  | -4,387  | 0       | 0       | 0        |
| + 其他非流动资产             | 36,460  | 40,565  | 40,565  | 40,565  | 40,565  | + 其他投资活动       | -1,298  | 2,317   | 0       | 0       | 0        |
| + 商誉                  | 119,220 | 119,509 | 119,509 | 119,509 | 119,509 | 投资活动现金         | -96,970 | -72,599 | -90,371 | -99,409 | -107,361 |
| + 其他长期资产              | 27,597  | 22,604  | 22,604  | 22,604  | 22,604  | + 已付股利         | -21,771 | -24,082 | -26,135 | -29,105 | -32,055  |
| 总计长期资产                | 352,429 | 427,872 | 491,368 | 555,767 | 619,172 | + 债务(偿付)所得现金   | 575     | -8,962  | 0       | 0       | 0        |
| 总资产                   | 512,163 | 619,003 | 708,149 | 820,179 | 952,221 | + 股本增加         | 2,002   | 2,056   | 0       | 0       | 0        |
| + 应付账款                | 21,996  | 27,724  | 31,743  | 39,690  | 49,558  | + 股本减少         | -17,254 | -18,420 | -18,420 | -18,420 | -18,420  |
| + 短期借款                | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | + 其他融资活动       | -1,309  | -2,291  | 0       | 0       | 0        |
| + 其他短期负债              | 96,597  | 113,494 | 113,494 | 113,494 | 113,494 | 融资所得现金         | -37,757 | -51,699 | -44,555 | -47,525 | -50,475  |
| 总计流动负债                | 125,286 | 141,218 | 145,237 | 153,184 | 163,052 | 现金净增减          | -16,389 | 11,927  | 20,373  | 40,635  | 64,254   |
| + 长期借款                | 42,688  | 40,152  | 40,152  | 40,152  | 40,152  | 现金剩余           | 18,315  | 30,242  | 50,615  | 91,250  | 155,504  |
| + 其他长期负债              | 75,712  | 94,154  | 94,154  | 94,154  | 94,154  | 自由现金流          | 74,071  | 71,611  | 64,929  | 88,160  | 114,729  |
| 总长期负债                 | 118,400 | 134,306 | 134,306 | 134,306 | 134,306 |                |         |         |         |         |          |
| 总负债                   | 243,686 | 275,524 | 279,543 | 287,490 | 297,358 |                |         |         |         |         |          |
| 总股东权益                 | 268,477 | 343,479 | 428,606 | 532,689 | 654,863 |                |         |         |         |         |          |

资料来源: 公司资料, 第一上海预测



**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送给或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。