



美股叙事发掘与框架重构 (三): 叙事转变下如何重构 AI 投资框架?

当前, AI 投资核心已从单纯的资本开支驱动转向回报率验证, 市场更青睐可验证的 AI 收入与现金流质量。我们重构了美股 AI 投资框架, 采用杠铃策略兼顾硬件确定性与软件弹性, 一方面保留对算力、基础设施的战略配置, 另一方面加大对已展现 AI 变现能力的软件和平台公司的配置权重。定价逻辑从单一关注资本开支转向“行业景气度+商业化验证+现金流质量”并重, 估值方法聚焦盈利可见度、PEG 及自由现金流覆盖率。我们列出了 38 家海外 AI 产业链的代表公司供参考。

- AI 投资叙事转变的核心是什么?** 在 AI 行情的第一阶段, 过去三年, 市场处于技术突破的兴奋期, 投资者愿意为远期潜在市场规模和颠覆性愿景支付溢价。但来到行情的第二阶段, 市场更加偏好那些盈利预测持续上修、利润率保持稳定、财报后股价能形成正反馈的公司。估值扩张的动力, 已从情绪抬升转向盈利上修。如今, 资本开支进入高位平台期, 利润向 HBM (高带宽内存)、电力及液冷等环节转移。市场偏好从高增长故事转向可验证的 AI 收入, 估值驱动由情绪抬升转为盈利上修。尽管 DeepSeek 等算法突破削弱了高端芯片的估值溢价, 但单位成本下降反而有望推升总算力需求。AI 投资叙事已从加码资本开支向验证回报率转换。
- 从芯片短缺转向电力与存储的双重约束。** 此前, 市场的核心矛盾是 GPU (图形处理器) 是否短缺。然而, 随着 Blackwell 等新一代 GPU 架构的推出, AI 训练和推理性能较前代提升 30 倍, 瓶颈已悄然转移至 HBM 的产能与价格, 以及数据中心电力供需缺口。HBM 是一种通过 3D 堆叠技术将多个内存芯片垂直封装, 从而实现超高数据传输速率的高性能内存。HBM 的供需紧平衡和价格持续上涨, 使其从配套存储变为定价核心。而美国数据中心巨大的电力缺口, 造成项目落地延迟和 GPU 闲置, 影响资本开支的实际回报率。这种瓶颈的转移意味着产业链的超额利润池正从单一的芯片设计, 向 HBM、供配电、液冷、ASIC (专用集成电路) 等新瓶颈承接环节扩散。
- 如何重构美股 AI 投资框架?** 在 AI 投资叙事的转变下, 新的投资框架应是多维度的, 可采用杠铃策略, 兼顾硬件确定性与软件弹性。一方面需保留对算力、基础设施领域的战略配置, 另一方面可适当加大对已展现 AI 变现能力的软件和平台公司的配置权重。**AI 硬件上**, 算力芯片性能进一步提升, 但竞争更激烈。网络设备中 Scale up 方案崛起, 硅光技术将迎来爆发。电源与冷却系统在高密度算力需求下迎来升级。**AI 软件上**, 行业范式开始从 SaaS 向 Saal (软件即劳动力) 迁移, 而平台公司投资框架的焦点从资本开支转向投资回报率验证。
- 构建新框架下的定价逻辑和估值方式。** 在新的框架下, AI 投资定价逻辑由“单一资本开支驱动”转向“行业景气度+商业化验证+现金流质量”并重。估值方法从单纯关注营收增速转向盈利可见度、PEG 及自由现金流覆盖率。同时, 还需在资本开支效率、技术瓶颈与外部政策等维度展开动态监测。我们列出了 38 家海外 AI 产业链的公司供参考。
- 投资风险:** 政策刺激不及预期, 地缘政治紧张局势升级, 流动性趋紧。

赖焯焯

首席策略分析师

Melody_lai@spdbi.com

(852) 2808 6441

2026 年 3 月 20 日



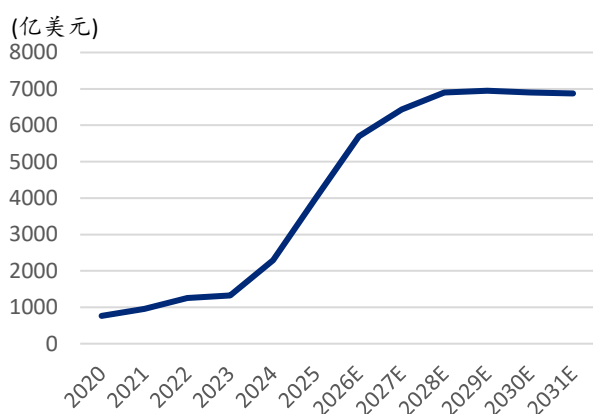
扫码关注浦银国际研究

• AI 投资叙事转变的核心是什么？

过去三年，市场处于技术突破的兴奋期，投资者愿意为远期潜在市场规模和颠覆性愿景支付溢价。如今，资本开支进入高位平台期，利润向 HBM、电力及液冷等新瓶颈环节转移。估值驱动由情绪抬升转为盈利上修。尽管 DeepSeek 等算法突破削弱了高端芯片的估值溢价，但单位成本下降反而有望推升总算力需求。AI 投资叙事已从加码资本开支向验证回报率转换。

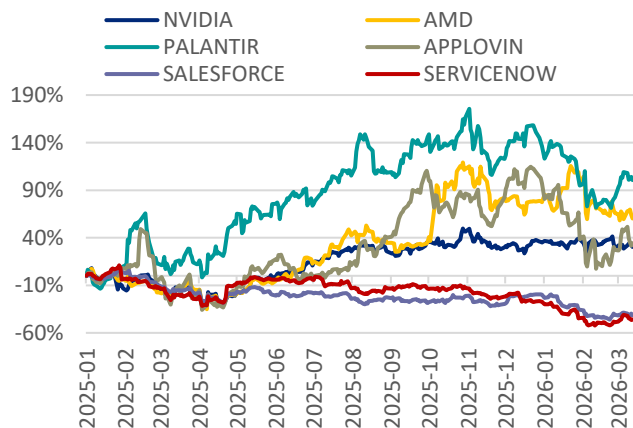
产业链内部景气度转换，从单边普涨进入高度分化。2022 年至 2024 年，“算力为王”的叙事占据主导，半导体公司和云基础设施提供商成为确定性最高的受益者，这本质上是对“算力即权力”逻辑的线性外推。但当资本开支从百亿级别跃升至千亿级别，以及部分科技巨头 2025 年的资本开支占经营现金流超 50%，市场开始担忧它们资本开支的变现能力和回报周期。今年，Hyperscaler（拥有并运营庞大云计算基础设施超大规模企业）资本支出从加速上升阶段进入高位平台阶段（图表 1），将直接带动上游硬件环节的需求，尤其是 GPU、ASIC、网络、光互联、电力与制冷等领域。年初以来，产业链内部股价分化，美光科技、海力士、三星电子、台积电等算力芯片制造与存储的核心供应商涨幅领先，英伟达、博通等算力核心龙头由涨转跌，Palantir、AppLovin、Salesforce、ServiceNow 等应用层公司股价跌幅明显（图表 2）。

图表 1：五大 Hyperscaler 资本支出保持较高水平



注：图中为五大 Hyperscaler（亚马逊、谷歌、Meta、微软和甲骨文）的资本支出总和。资料来源：Bloomberg、浦银国际

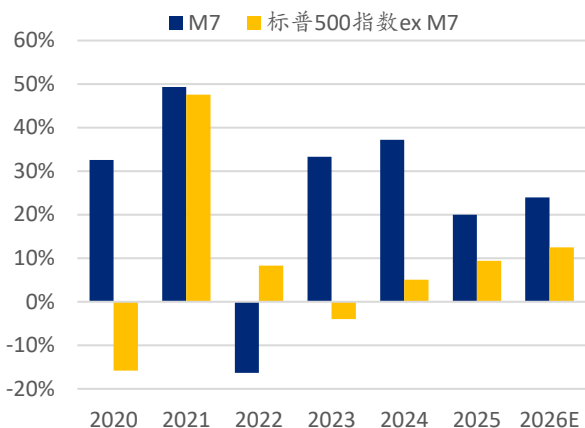
图表 2：AI 产业链内部股价高度分化



注：数据截至 2026 年 3 月 18 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

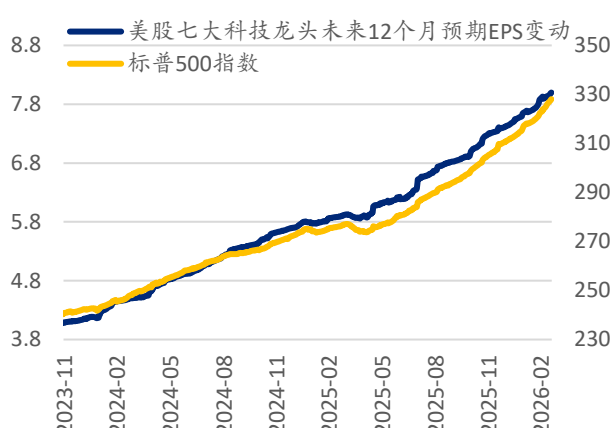
盈利质量与可持续性成为新的估值锚点。在 AI 行情的第一阶段，市场愿意给予高增长故事高溢价。但行情的第二阶段，市场更偏好那些盈利预测持续上修、利润率保持稳定、财报后股价能形成正反馈的公司。估值扩张的动力，已从情绪抬升转向盈利上修。根据部分美国企业去年四季度财报，企业自由现金流与净利润的比率持续改善，盈利质量提升。自 2023 年以来，科技龙头强劲的盈利增长带动了股指盈利的增长，美股七大科技龙头公司的盈利增速均高于标普 500 指数剩余的 493 家公司（图表 3）。年初至今，美股七大科技龙头公司未来 12 个月的每股盈利预期平均上修了 14.9%（图表 4）。

图表 3: 美股七大科技巨头的盈利增速仍高于标普 500 指数剩余 493 个企业



注：数据截至 2026 年 3 月 18 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4: 美股七大科技龙头公司的预期盈利上调带动标普 500 指数盈利上调



注：数据截至 2026 年 3 月 18 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

从芯片短缺转向电力与存储的双重约束。此前，市场的核心矛盾是 GPU（图形处理器）是否短缺。然而，随着 Blackwell 等新一代 GPU 架构的推出，AI 训练和推理性能较前代提升 30 倍，瓶颈已悄然转移至 HBM 的产能与价格，以及数据中心电力供需缺口。HBM 是一种通过 3D 堆叠技术将多个内存芯片垂直封装，从而实现超高数据传输速率的高性能内存。HBM 的供需紧平衡和价格持续上涨，使其从配套存储变为定价核心。而美国数据中心巨大的电力缺口，造成项目落地延迟和 GPU 闲置，影响资本开支的实际回报率。这种瓶颈的转移意味着产业链的超额利润池正从单一的芯片设计，向 HBM、供配电、液冷、ASIC（专用集成电路）等新瓶颈承接环节扩散。

图表 5: 算力层主要环节的约束瓶颈

环节	当前景气驱动	约束瓶颈
GPU/加速芯片	训练与推理需求、平台生态	出口限制、ASIC 替代、增速高基数化
AI 服务器/机架系统	CSP 资本开支持续上行、整机复杂度提升	毛利率偏低、交付依赖上游器件与液冷配套
HBM	单卡容量提升、推理与训练双拉动	良率、认证、TSV 产能、供应集中
电力/供配电	数据中心持续扩建、单机柜功率提升	并网周期长、输配电扩容慢
液冷/热管理	Blackwell 及后续平台功率密度提升	标准化不足、初期投入高
ASIC	推理成本优化、自研需求增长	软件生态不足、训练侧适配有限

资料来源：TrendForce、浦银国际

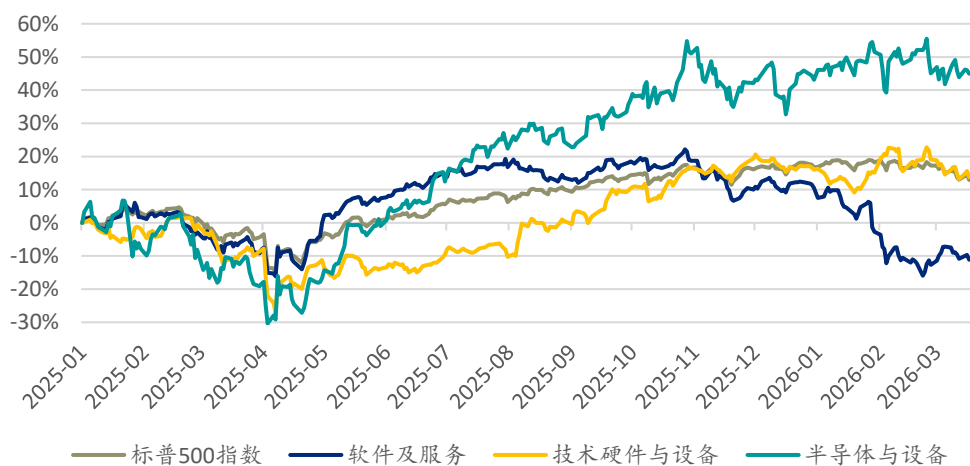
DeepSeek 并未削弱算力需求，而是改变了上游议价权。随着 DeepSeek 等模型在算法优化取得突破，市场开始重新审视每单位性能所对应的资本开支效率。如果模型性能可以通过算法和架构优化大幅提升，而非完全依赖高端芯片的堆叠，那么高端训练卡的稀缺溢价将不再无限增强。但这并不意味着算力总需求下行，多数研究都指向一个更接近“杰文斯悖论”的结果，即单位成本下降，反而推动应用普及、Token（AI 模型处理文本时的基本单位）调用量激增，进而抬升总推理需求。

● 如何重构美股 AI 投资框架？

在 AI 投资叙事的转变下，新的投资框架应是多维度的。可采用杠铃策略，兼顾硬件确定性与软件弹性。一方面需保留对算力、基础设施领域的战略配置，另一方面可适当加大对已展现 AI 变现能力的软件和平台公司的配置权重。在新的框架下，AI 投资定价逻辑由“单一资本开支驱动”转向“行业景气度 + 商业化验证 + 现金流质量”并重。估值方法从单纯关注营收增速转向聚焦盈利可见度、PEG 及自由现金流覆盖率。同时，还需在资本开支效率、技术瓶颈与外部政策等维度展开动态监测。

可采用杠铃策略，兼顾硬件确定性与软件弹性。投资框架的底层是具备业绩支撑的算力核心资产，起到组合“压舱石”的作用。中间层是受益于推理需求扩张的网络、电力、数据中心等基础设施配套，分享瓶颈转移的红利。而最具进攻性的顶层，则是那些已完成收入与利润验证的应用龙头。杠铃策略的一端是景气的确定性，在算力、基础设施领域保留核心仓位，另一端是商业化的弹性，适当把部分资金配置于应用和生产率提升方向。

图表 6：美股软件和硬件行业表现



注：数据截至 2026 年 3 月 18 日。

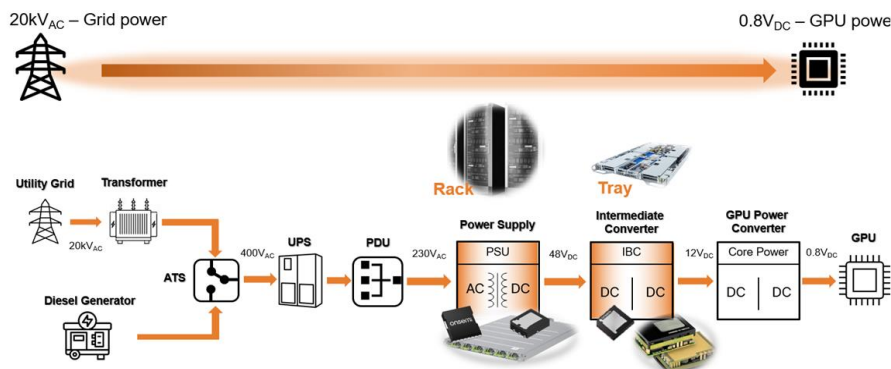
资料来源：Bloomberg、浦银国际

AI 硬件上，算力芯片性能进一步提升，但竞争更激烈。主流 AI 加速芯片大多依赖台积电先进逻辑制程与先进封装，但不同产品实际采用的节点、芯粒结构和封装方案有所不同。值得关注的有英伟达系列芯片，虽然单价相对较高，但 CUDA 生态优势以及芯片并行后的高效能使得其产品极具竞争力。谷歌的 TPU 主要突出性价比，在 Gemini3 取得成功后，有望促使谷歌进一步加强对外供应的意愿和能力。此外，云和模型厂商自研 ASIC 芯片的趋势则会使博通成为主要受益方之一。

网络设备中 **Scale up 方案崛起，硅光技术将迎来爆发**。AI 网络正在同步强化 Scale out（横向扩展）和 Scale up（纵向升级）两层互连架构，以解决算存瓶颈，其中 Scale up 的重要性显著上升。主流方案包括英伟达的 NVLink（专有协议，降低延迟和功耗）、AMD 和谷歌等厂商发起的 UALink 等。随着 Scale up 规模大幅扩张，网络连接方案也趋于多元化，而根据铜缆传输速率逼近物理极限、英伟达等巨头加速布局硅光技术的产业趋势，以及高速光模块正加速向硅光技术路线迁移的行业共识，硅光技术是 2026 年海外 AI 通信的发展重点。即使商业化放量节奏仍受到良率、成本和系统导入进展等因素制约，但通过光通信技术创新来突破算力硬件的性能瓶颈，已经成为海外科技大厂的主流观点。

电源与冷却系统在高密度算力需求下迎来升级。AI 机柜功率密度正向数十千瓦到更高水平提升，部分高端部署已远超传统数据中心标准。而 HVDC（高压直流）通过减少交流降压步骤提升效率，是高密度 AI 数据中心值得重视的供电方向之一。同时，电源和冷却系统是算力可靠性的基础，预计液冷渗透率将持续提升，技术领先企业值得关注。

图表 7：数据中心电力传输：从电网到 GPU



资料来源：Onsemi、浦银国际

AI 软件上，此前市场默认只要与 AI 相关，软件与平台都会受益，但当下资本市场把应用层公司区分为 AI 受益者、AI 中性者和 AI 潜在受损者。同时行业范式开始从 SaaS 向 SaaS (Software as a Labor, 软件即劳动力) 迁移。比如 Salesforce 把 CRM、Data Cloud 与智能体执行体系整合成统一工作平台，这种“系统记录+系统执行”的闭环，是公司能够从附加功能收费进一步走向 workflow 价值收费的前提（图表 8）。市场重点聚焦于 AI 收入/年度合同价值 (ACV) /年度经常性收入 (ARR) 披露是否持续提升，AI 是否带来 ARPU、客单价或定价层级上移，利润率或自由现金流是否同步改善，以及企业/广告主是否能量化看到投入产出比。因此，拥有深 workflow、强数据壁垒、已披露 AI 收入指标的 SaaS 龙头值得关注。

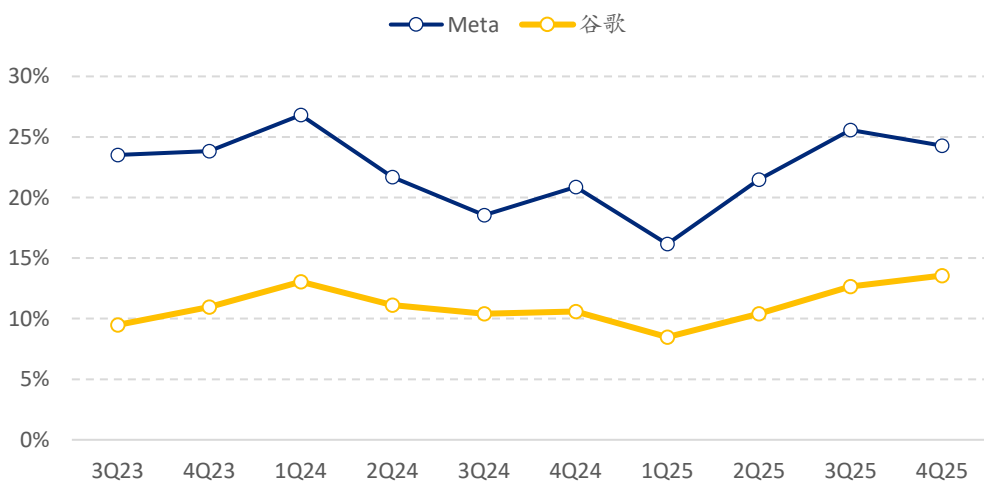
图表 8: Salesforce Agentforce: 人类、智能体、数据与 CRM 协作的新模式



资料来源: Salesforce、浦银国际

对于平台公司，投资框架的焦点应从资本开支转向投资回报率验证。这些平台拥有现成的流量和商业闭环，AI 的影响能更快地反映在财务报表中。比如 Meta，其广告业务在 AI 驱动下实现量价齐升，广告转化率和用户时长的持续改善，证明了 AI 投入已形成正反馈。谷歌则通过搜索和云业务双轮驱动，Google Cloud 不仅收入增速显著提升，营业利润率也同步改善（图表 9）。因此，评估平台公司的核心指标不再是有没有 AI 产品，而是广告 ROI 是否改善、云增速是否提速、利润率能否稳定。平台公司的重估逻辑是“AI 投入已开始通过广告与云收入兑现”，估值更依赖 ROI 持续性而非单次惊喜。因此，已经在广告或云业务中验证 AI 提效，并能把收入增长传导至利润率的互联网平台值得关注。

图表 9: Meta 与谷歌广告业务季度收入同比增速



资料来源: Bloomberg、浦银国际

新框架下的估值方法重构。在新的框架下，对 AI 产业链上的公司不能像以前一样都采用 PE 或 PS 估值，而是需要根据公司的发展情况来选择适当的估值方法。我们总结出以下三个估值方法：

一、盈利可见度，即单位盈利波动所对应的超额回报质量。市场并不会奖励所有高增长公司，而是更偏好业绩、预期与交易反馈一致性更高的标的。对于收入高增长但利润不稳定，依靠“持续烧钱换规模”的公司，它们的估值应更接近主题成长，而收入增速略低但利润兑现度高、现金流质量强的平台公司，应获得更高估值锚。

二、PEG 比率。当前美股 AI 龙头之间盈利增速差异显著，仅用 PE 估值容易误判，PEG 比静态 PE 更适合用于 AI 龙头的估值，可作为高增长龙头横向比较的辅助估值工具。

三、自由现金流 (FCF) / 资本开支 (Capex)。在 AI 军备竞赛背景下，云厂商的资本开支能否被自由现金流覆盖，成为衡量财务健康度的关键。如果 FCF/Capex 比率相对越高，则意味着企业在 AI 相关领域的投资对公司整体业务的稳健性影响越小，相关投资也更具可持续性。

新的投资框架应配置一套动态的风险监测指标。过去我们重点关注模型参数和芯片制程，现在我们需要持续跟踪三大类信号：一是财务验证信号，Hyperscaler 的资本开支增速是否与云收入增速匹配。二是瓶颈转移信号，例如 HBM 报价与认证节奏、数据中心并网进度等。三是外部政策信号，美国对华半导体出口管制、AI 芯片全球扩散框架等政策变化，将从全球需求侧和供给侧重塑美股 AI 企业的成长空间。

下面，我们梳理出 38 家海外人工智能产业链上的代表公司供大家参考，涵盖了基础层、技术层和应用层（图表 10）。

图表 10: 海外 AI 产业链代表公司梳理

股票代码	名称	行业组	市值 (亿美元)	市盈率 (倍)	PEG (%)	FCF/ CAPEX	YTD 表现 (%)
NVDA US	英伟达	半导体与半导体设备	43,390	21.3	0.5	25.5	-4%
TSM US	台积电	半导体与半导体设备	17,572	24.1	0.7	0.6	12%
AVGO US	博通	半导体与半导体设备	15,143	29.1	0.6	48.8	-8%
ASML NA	阿斯麦	半导体与半导体设备	5,381	39.6	N/A	-0.7	27%
MU US	美光科技	半导体与半导体设备	5,000	8.1	0.1	1.5	56%
000660 KS	SK 海力士	半导体与半导体设备	4,910	5.5	0.2	1.1	56%
AMD US	AMD	半导体与半导体设备	3,347	30.6	0.6	9.3	-4%
LRCX US	泛林集团	半导体与半导体设备	2,922	43.9	2.1	4.5	37%
AMAT US	应用材料	半导体与半导体设备	2,835	32.1	1.7	2.1	39%
QCOM US	高通	半导体与半导体设备	1,401	11.7	13.3	7.9	-23%
ARM US	ARM	半导体与半导体设备	1,379	74.0	4.8	3.6	19%
MRVL US	美满电子科技	半导体与半导体设备	783	23.5	0.7	7.8	5%
ASM NA	ASM 国际	半导体与半导体设备	375	36.1	1.2	0.0	28%
ALAB US	Astera Labs	半导体与半导体设备	215	52.1	1.6	8.0	-24%
BESI NA	BE 半导体	半导体与半导体设备	167	52.3	0.8	19.4	37%
AMZN US	亚马逊	非必需消费品分销	22,410	22.8	1.3	-0.3	-10%
AAPL US	苹果	技术硬件与设备	36,550	29.2	2.2	8.3	-8%
005930 KS	三星电子	技术硬件与设备	7,902	7.9	0.2	1.4	66%
ANET US	Arista 网络	技术硬件与设备	1,712	38.6	2.2	30.5	4%
DELL US	戴尔科技	技术硬件与设备	1,012	12.1	0.7	4.0	25%
SMCI US	超微电脑	技术硬件与设备	184	13.8	0.5	-6.1	5%
GOOGL US	谷歌	媒体与娱乐	37,154	25.1	2.5	0.3	-2%
META US	Meta	媒体与娱乐	15,347	18.9	1.1	0.1	-8%
RDDT US	Reddit	媒体与娱乐	264	27.2	0.8	105.2	-40%
SNAP US	Snap	媒体与娱乐	77	10.4	0.3	3.7	-43%
MSFT US	微软	软件与服务	28,887	23.0	N/A	0.5	-19%
ORCL US	甲骨文	软件与服务	4,473	20.8	0.8	-0.3	-20%
PLTR US	Palantir	软件与服务	3,722	119.0	2.5	83.4	-12%
INTU US	财捷集团	软件与服务	1,259	19.6	N/A	47.1	-31%
ACN US	埃森哲	软件与服务	1,345	14.7	N/A	10.6	-24%
NOW US	ServiceNow	软件与服务	1,185	27.2	N/A	7.5	-26%
ADBE US	Adobe	软件与服务	1,010	10.5	0.8	35.2	-30%
SNOW US	Snowflake	软件与服务	600	97.1	4.1	12.3	-20%
DDOG US	Datadog	软件与服务	460	59.4	2.4	15.7	-4%
MDB US	MongoDB	软件与服务	217	46.0	1.7	46.4	-36%
TEAM US	Atlassian	软件与服务	197	15.7	0.7	63.6	-54%
GTLB US	Gitlab	软件与服务	39	28.7	0.5	35.2	-39%
VRT US	维谛技术	资本品	1,030	44.2	1.4	4.8	66%

注: 数据截至 2026 年 3 月 19 日。

资料来源: Bloomberg、Wind、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

