

宏观深度报告 20260528

从“惩罚花钱”到“奖励成长” ——A 股如何重估 Capex?

2026 年 05 月 28 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 刘子博

执业证书：S0600524120014

liuzb@dwzq.com.cn

上市公司的资本开支（Capex）可被分为 3 类——维持性、成长性与内卷性。通常认为，“成长性 Capex”更有助于提高上市公司生产效率。如果以上市公司的折旧和摊销（D&A）作为“维持性 Capex”的近似代替，那么我们可以参考“Capex/D&A”即“成长性资本开支率”（GCR），衡量上市公司开展“成长性 Capex”的相对强度。

参考 GCR 对上市公司分组进而对比股价表现不难看出，自 2024 年“924”至今，A 股由“惩罚”转向“奖励”高“成长性 Capex”。结合 EPS、ROIC 分析，A 股“惩罚或奖励”高“成长性 Capex”与上市公司的盈利表现关联度不高；真正重要的 2 大影响因素分别是投资情绪、产业趋势。

- 虽然近期 A 股投资人情绪尚未进入“悲观区间”，但情绪改善并不意味着市场“平等奖励”每一家高“成长性 Capex”公司。
- 结合近年产业趋势看，“海外毛利占比高、成长性 Capex 支出强度大”的上市公司最受投资人青睐，这在机械、电子 2 大行业体现尤为明显。

近期，争议最多的产业趋势主线是“AI 出海”能否持续？本质上，国内上市公司“AI 出海”前景依托于海外尤其是美国科技巨头的 Capex 预期。

- OpenAI、Anthropic 通过战略合作形式，将大量 Capex 压力转移至云服务商合作伙伴，因此两家公司的计算费用是美股科技巨头 Capex 的领先指标。2026 年伴随两家公司“货币化”能力的提高、持续斥巨资投入计算费用，美股科技巨头基本完成全年 Capex 计划的概率相对较高，这也符合近期“部分超大规模云服务商上调 Capex→公司股价暴跌”的市场定价现实。综合“AI 对宏观经济的负面影响尚未明确体现”分析，“AI 出海”的前景今年大概率不会逆转。
- 但是，美国科技巨头的“Capex 通胀”正在引发市场越来越多的担忧。参考 AI 硬件的折旧年限测算，如果只依赖“AI 工具订阅”，那么自 2024 年至 2033 年，美国 4 大云服务商每年需要额外获得超过 908 亿美元的营收才能实现 10% 的 IRR 水平，相当于每名 Netflix 订阅用户（3.25 亿人）均订阅“AI 工具”且付费标准是当前“Netflix 含广告标准版”的 2.59 倍，这可能是相当难以实现的。
- 综上分析，如果无法获得本文表 3 测算的增量收入，即使不在 2026 年，美国科技巨头的 Capex 增速也有可能 2028 年底之前迎来拐点。因此从中期关注方向看，一些已经被“爆炒”的“AI 铲子股”可能已经充分计价了行业增长预期，AI 应用场景拓展与技术进步带来的其他细分领域“小而美”主体反而更值得关注，例如 AI 的下游应用场景公司、另类数据公司、英伟达下一代芯片的供应链主体等。

理论上，盈利表现决定了上市公司进行资本开支的能力，而“当前 WACC 与未来预期 ROIC”的权衡决定了进行资本开支的意愿。（1）针对“能力”，实证检验表明，A 股上市公司的“当年 EBITDA”对“下年 Capex”有较强的因果关系。（2）针对“意愿”，“自下而上”的产业调研必不可少。从“东吴证券 5 月十大金股”中，我们结合 GCR 指标筛选出一些短期尤其值得关注的个股，例如长川科技、锦浪科技、芯碁微装等。

- 风险提示：（1）对三类 Capex 的区分及测算方法可能不够准确。（2）受制于上市公司财务数据披露详细程度不同，对 ROIC、EBITDA、D&A 等数据的测算可能不够准确。（3）海外 GFCF 与国内上市公司“Capex+R&D”统计口径并不完全一致，同比实际增速并非完全可比。（4）对 A 股投资人情绪的刻画方法可能有误；对美国科技巨头 Capex 趋势可能分析有误。（5）对美国超大规模云服务商的 Capex “边际效用”的测算方法可能不够准确。

相关研究

《STAR 核“星”资产——穿越周期的长期主线》

2026-05-28

《“安全资产”——穿越周期的长期核心主线》

2026-05-27

内容目录

1. 如何拆解 Capex?4

1.1. 什么是“成长性 Capex”?4

1.2. A 股样本公司“成长性 Capex”增速近年有所下滑5

1.3. Capex 如何影响股价?7

2. “924”之后，A 股对“成长性 Capex”由“惩罚”转向“奖励”8

2.1. 关键影响因素 1：投资人情绪..... 11

2.2. 关键影响因素 2：产业趋势..... 12

3. A 股会继续“奖励”高“成长性 Capex”吗?15

3.1. A 股投资人情绪近期表现如何? 15

3.2. “AI 出海”前景会逆转吗? 16

3.3. 能够估算 2026 年“成长性 Capex”吗?23

4. 风险提示25

图表目录

图 1: 参考索洛模型, 我们可将上市公司 Capex 分为 3 类	4
图 2: 2024 年 A 股样本公司“成长性 Capex”同比增速大幅下降	6
图 3: 在泛资本开支领域, 2024 年“内需”增长势头被“外需”反超	6
图 4: 2025 年, A 股“成长性 Capex Top 50”集中度创下自 2016 年以来的最高纪录	7
图 5: 从 A 股“成长性 Capex Top 50”所有制性质看, 国有企业对“稳支出”贡献明显	7
图 6: 对于 2019 年报至 2023 年报, 在历年年报披露后一年内, A 股市场均持续“惩罚”高“成长性 Capex”	9
图 7: 从 2017 年报至 2025 年报数据看, GCR (3Y, TTM) 较高的主体 EPS 普遍较高	10
图 8: 从 2017 年报至 2025 年报数据看, GCR (3Y, TTM) 较高的主体 ROIC 同样普遍较高	10
图 9: 2024 年“924”之后, A 股市场从“惩罚”转向“奖励”高“成长性 Capex”	11
图 10: 2024 年“924”之后, A 股投资人情绪获得明显改善	12
图 11: 近年机械、电子行业在 GCR 分档为“前 1/2”的公司中的数量占比明显提高	12
图 12: 机械、电子行业是 2025 年核心上市公司毛利润来自境外比例最高的两大行业	13
图 13: 分行业看, 2025 年机械行业的境外业务毛利率排名靠前, 但电子行业排名相对靠后	13
图 14: 从 2025 年 A 股核心上市公司的毛利率表现看, 境外业务的盈利性表现优于境内	14
图 15: 从 A 股核心上市公司 2025 年数据看, 境外不同区域的毛利率差异很大	15
图 16: 近期 A 股投资人情绪尚未进入“悲观”区间	16
图 17: 美国 4 大超大规模云服务商 2026 年 Capex 计划大幅上调	16
图 18: 近期 Anthropic 的“货币化”能力出现加速上行	18
图 19: 进入深度学习时代, 训练 AI 模型的成本大幅上升	18
图 20: 2026 年 4 月末, Meta 大幅上调 Capex 计划	19
图 21: 大幅上调 Capex 计划后, Meta 单日股价暴跌	19
图 22: 2025 财年, 美国 4 大超大规模云服务商的 Capex“边际效用”均同比下降	20
图 23: 从绝对水平看, 目前美国超大规模云服务商的 Capex“边际效用”并不高	20
图 24: 2025 财年, Capex 对美国超大规模云服务商 FCF 的侵蚀明显体现	21
图 25: 2026 年, 美国科技巨头的债券融资需求显著增加	22
图 26: AI 的宏观影响可能在部分领域已初步体现, 但未来仍需进一步验证	23
图 27: 自 2020 年至 2024 年, A 股样本公司“下年 Capex/当年 EBITDA”持续下滑	24
图 28: 电子、机械行业“2 年滚动 GCR (TTM)”分档为“前 1/2”的个股或值得重点关注	25
表 1: OpenAI、Anthropic 将大量 Capex 压力转移至云服务商合作伙伴	17
表 2: 目前, AI 领域“服务器与网络设备”的折旧年限普遍不超过 6 年	21
表 3: 仅凭 AI 工具订阅, 未来美国超大规模云服务商收回前期 Capex 的难度较大	21

1. 如何拆解 Capex?

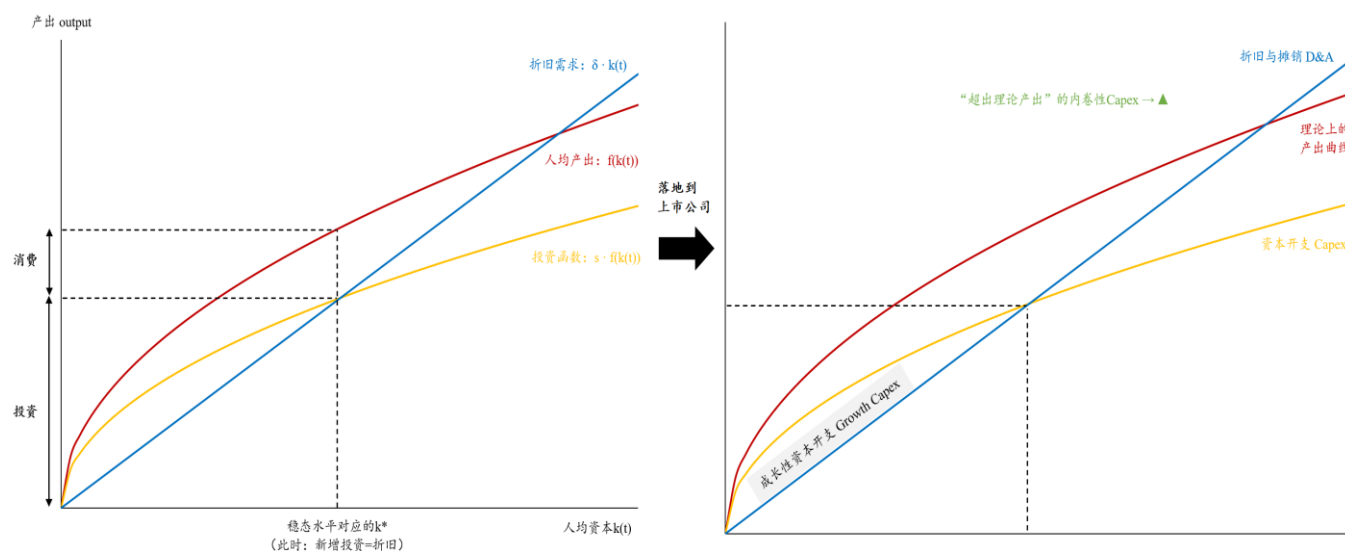
1.1. 什么是“成长性 Capex”?

上市公司的资本开支 (Capex) 可被分为 3 类——维持性、成长性与内卷性。通常认为,“成长性 Capex”更有助于提高上市公司生产效率。如图 1 所示,作为现代增长经济学的教科书模型,索洛模型为理解“资本积累如何推动人均产出提高”提供了基准理论框架。事实上,落地到上市公司层面,资本开支 (Capex) 也可被分为 3 类:

- 第一类是“维持性 Capex”,主要指公司为维持现有生产经营规模,而对现有资产不得不定期支出的维护更新成本;
- 第二类是“成长性 Capex”,主要指公司为追求增长机会而主动新增的资本支出,通常而言,我们认为“成长性 Capex”较“维持性 Capex”对提高公司生产效率更有帮助;
- 第三类是性质较为恶劣的“内卷性 Capex”,常见形式是公司出于争夺先发优势或抢占市场份额等考虑,即使持续蒙受损失仍在不断加大 Capex 力度,公司最终寄希望于竞争格局稳定后,能够通过行业垄断收回前期沉没成本。

如果以上市公司的折旧和摊销 (D&A) 作为“维持性 Capex”的近似代替,那么我们可以参考“Capex/ D&A”即“成长性资本开支率” (Growth Capex Ratio, GCR),衡量上市公司开展“成长性 Capex”的相对强度。同理,“Capex 减 D&A”可被用于估算“成长性 Capex”的规模。

图1: 参考索洛模型,我们可将上市公司 Capex 分为 3 类



数据来源: 东吴证券研究所绘制

落地到统计口径与具体指标层面：

- **统计口径：**本文所称“A股全样本”或“A股样本公司”均指2026年5月6日仍正常存续的A股上市公司中，中信行业分类不为银行/非银行金融/综合金融的5391家公司。

“H股全样本”指同一时间正常存续的H股上市公司中，办公地址位于中国大陆，非“A+H”两地上市，中信行业分类同样不为银行/非银行金融/综合金融的1050家公司。

此外，我们额外定义“核心上市公司”为“A股全样本”中2025年区间日均总市值不低于99.5亿元的主体。

- **具体指标：**我们对A股上市公司的Capex参考“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”指标，对H股上市公司的Capex参考“资本性支出”指标。

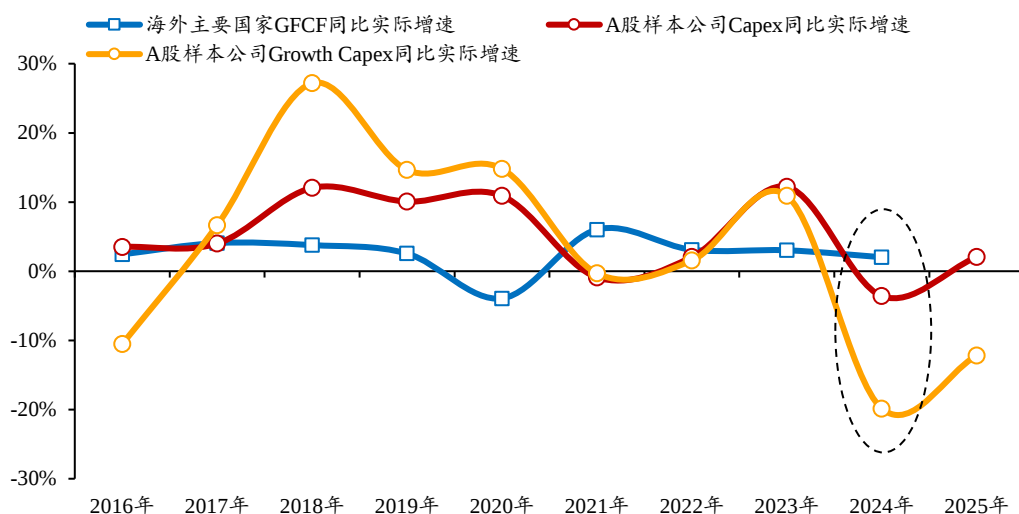
1.2. A股样本公司“成长性Capex”增速近年有所下滑

自2016年至2025年，A股样本公司“成长性Capex”同比实际增速曾三度为负，但2024-2025年的同比实际下滑幅度较为明显。回顾过去10年，如果只统计历年数据均完整的A股样本公司，那么经测算，这类公司的“成长性Capex”同比实际增速曾三度为负，分别是2016年、2024年、2025年，对应数值分别为-10.5%、-19.9%、-12.2%，不难看出，2024-2025年的同比实际下滑幅度较为明显。

OECD提供的中国以外主要国家固定资本形成总额，为我们对比国内外的Capex趋势提供了重要支撑。考虑到固定资本形成总额（GFCF）涵盖所有用于生产商品和服务、使用年限超过1年的固定资产，而GFCF所指“固定资产”不仅包括住宅（不含土地）、道路桥梁、运输设备、其他机械设备等传统意义上的固定资产，还包括知识产权产品例如研发、矿产勘探、软件与数据库、文学艺术原创作品等，因此GFCF的统计口径与“Capex + R&D”计算口径是基本可比的。

从包括R&D在内的“泛资本开支”数据看，2024年“内需”增长势头被“外需”反超。由于A股上市公司自2018年起才开始单独披露研发费用（R&D），而GFCF数据尚未更新至2025年，因此我们重点对比2019年至2024年国内外相关数据。结果显示，2021年受疫情等因素影响，历年数据完整的A股样本公司的“Capex + R&D”、“Growth Capex + R&D”同比实际增速均略低于海外主要国家的GFCF实际增速。但2024年，由于上述A股样本公司的“Capex + R&D”、“Growth Capex + R&D”同比实际增速明显下降，在没有疫情等特殊因素扰动的背景下，“内需”增长势头被“外需”反超。

图2：2024 年 A 股样本公司“成长性 Capex”同比增速大幅下降

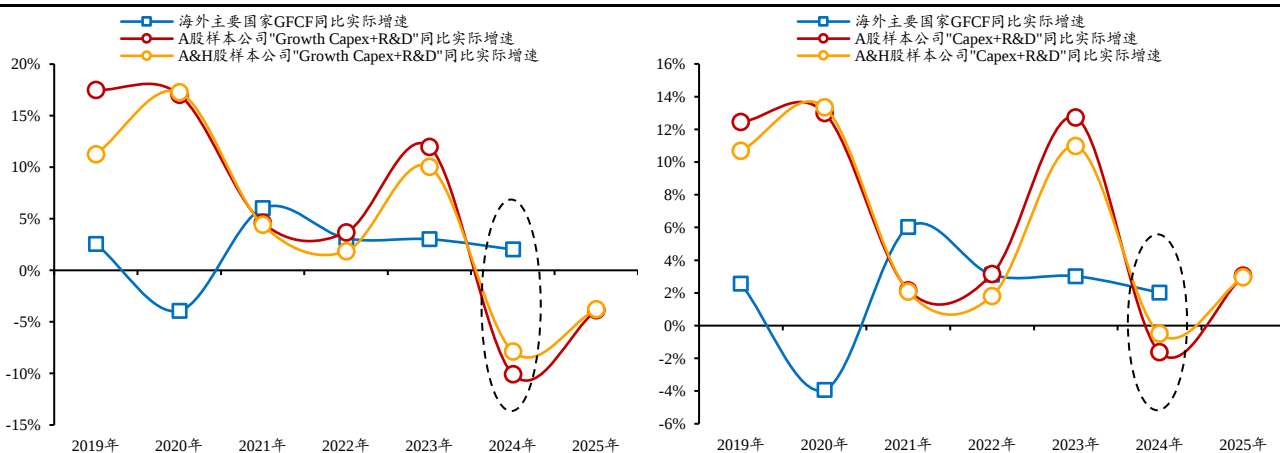


数据来源：OECD，国家统计局，FTSE，Wind，东吴证券研究所

注 1：海外主要国家指 FTSE 分类为 Developed、Advanced Emerging、Frontier、Secondary Emerging 四档的国家，下图同。

注 2：计算 Capex 与 Growth Capex 的同比实际增速时，我们在相关指标同比名义增速基础上，额外考虑了“中国工业生产者购进价格指数同比增速”，下图同。

图3：在泛资本开支领域，2024 年“内需”增长势头被“外需”反超



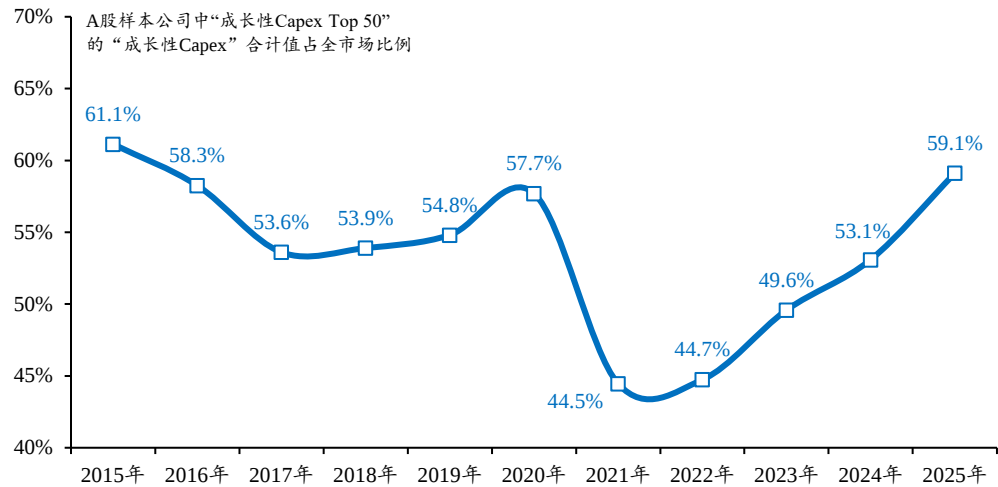
数据来源：OECD，国家统计局，FTSE，Wind，东吴证券研究所

注：“泛资本开支”指在 Capex 的基础上额外考虑 R&D，与 GFCF 的统计口径“对齐”。

从上市公司“成长性 Capex”集中度看，自 2021 年至 2025 年 A 股上市公司中的“成长性 Capex Top 50”集中度持续抬升，其中央企、地方国企对“稳支出”发挥了重要作用。继 2021 年 A 股“成长性 Capex Top 50”集中度由上年 57.7%大幅下降至 44.5%后，该比例近年呈持续上升趋势，特别是 2025 年以 59.1%创下自 2016 年以来的最高纪录。从 A 股“成长性 Capex Top 50”所有制性质看，央企与地方国企的数量占比合计高达 70%，但在 A 股全样本中，从 2026 年 5 月 22 日数据看，央企与地方国企的数量占比合计仅为 26%。这种反差一方面可能由于央企与地方国企承担了更多社会责任，对平衡“预期 ROIC 与当前 WACC”的思路与民企有所不同；另一方面可能受到央企与地方

国企的行业分布影响，国内近年出台的“两重”、“两新”，“政府债务化解”等政策对不同所有制性质的上市公司利好程度不同。

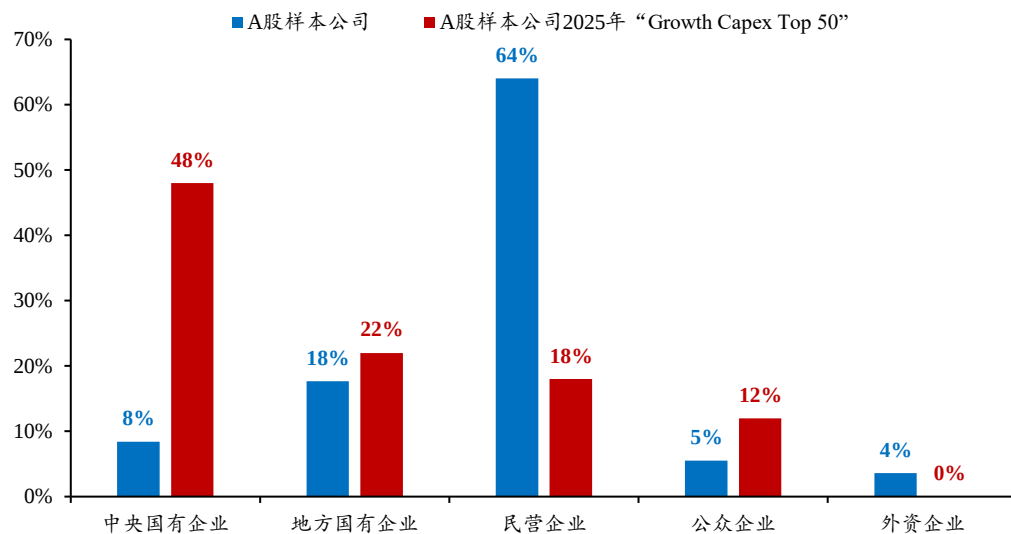
图4：2025 年，A 股“成长性 Capex Top 50”集中度创下自 2016 年以来的最高纪录



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：从 A 股“成长性 Capex Top 50”所有制性质看，国有企业对“稳支出”贡献明显

(不同所有制性质的样本公司数量占比)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. Capex 如何影响股价？

我们认为，Capex 对股价的主要影响路径有两条：

第一，下游公司的 Capex 预期增长能够改善上游公司的盈利预期。这条路径最好的例证是近年“AI 铲子股”的股价大涨，例如光刻设备、光模块、HBM、电子布等相关上市公司。但这一逻辑的关键制约因素在于“下游公司兑现 Capex 承诺”存在不确定性，后者既受到下游公司新业务的盈利能力、现金流获取能力等因素影响（简称为新业务的“货币化”能力），又受到下游公司可用于 Capex 的资金规模及成本等因素影响。

第二，“成长性 Capex”增速提高可能意味着上市公司的业务增长预期向好，未来股价表现存在更多“想象空间”。我们认为“成长性 Capex”较“维持性 Capex”可能更有助于提高公司的生产效率，因此如果上市公司是完全理性的，那么“成长性资本开支率”（GCR）更高的公司业务增长预期更为乐观，未来股价表现存在更多“想象空间”。但影响这一逻辑的关键因素在于：当投资人质疑上市公司的 Capex 有效性时，较高的 GCR 反而可能会被理解为“过度投资”，进而削弱公司股价表现。

我们将在下文重点就路径二进行展开分析，主要结论包括：

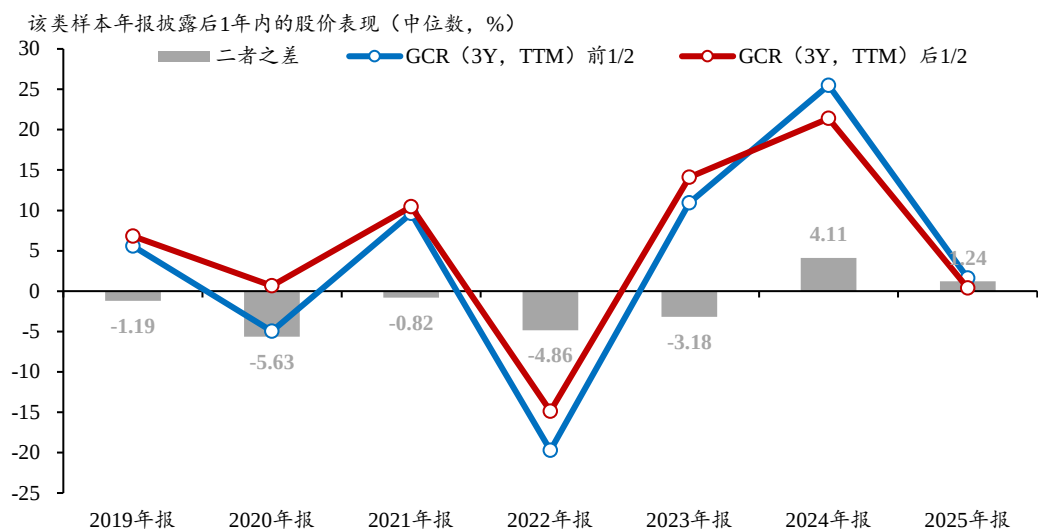
- 1) 参考 GCR 对上市公司分组进而对比股价表现不难看出，自 2024 年“924”至今，A 股由“惩罚”转向“奖励”高“成长性 Capex”。
- 2) 结合 EPS、ROIC 分析，A 股“惩罚或奖励”高“成长性 Capex”与上市公司的盈利表现关联度不高，真正重要的 2 大影响因素分别是投资人情绪、产业趋势。
- 3) 虽然近期 A 股投资人情绪尚未进入“悲观区间”，但情绪改善并不意味着市场“平等奖励”每一家高“成长性 Capex”公司。
- 4) 结合近年产业趋势看，“海外毛利占比高、成长性 Capex 支出强度大”的上市公司最受投资人青睐，这在机械、电子 2 大行业体现尤为明显。

2. “924”之后，A 股对“成长性 Capex”由“惩罚”转向“奖励”

为检验 A 股是否会“奖励”高“成长性 Capex”的公司，我们针对 A 股全样本：

- 首先参考各家公司 2015 年至 2025 年年报，分别计算其“3 年滚动 GCR(TTM)”指标，具体计算口径为过去 3 年（含当年）的 GCR 算术平均值。由于新上市公司在上市后连续披露 3 年定期报告方可测算“3 年滚动 GCR(TTM)”指标，因此不同年份对应的实际样本公司数量有所区别。
- 其次对各家公司按行业分组，在不同行业分组内，分别按照“3 年滚动 GCR(TTM)”进行降序排列，进而划分不同上市公司为该行业的“前 1/2”或“后 1/2”主体。
- 最后计算各家上市公司在年报披露后 1 年内的股票区间收益率，逐年对比“前 1/2”与“后 1/2”两类主体的“股票区间收益率中位数”孰高。

图6: 对于 2019 年报至 2023 年报, 在历年年报披露后一年内, A 股市场均持续“惩罚”高“成长性 Capex”



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

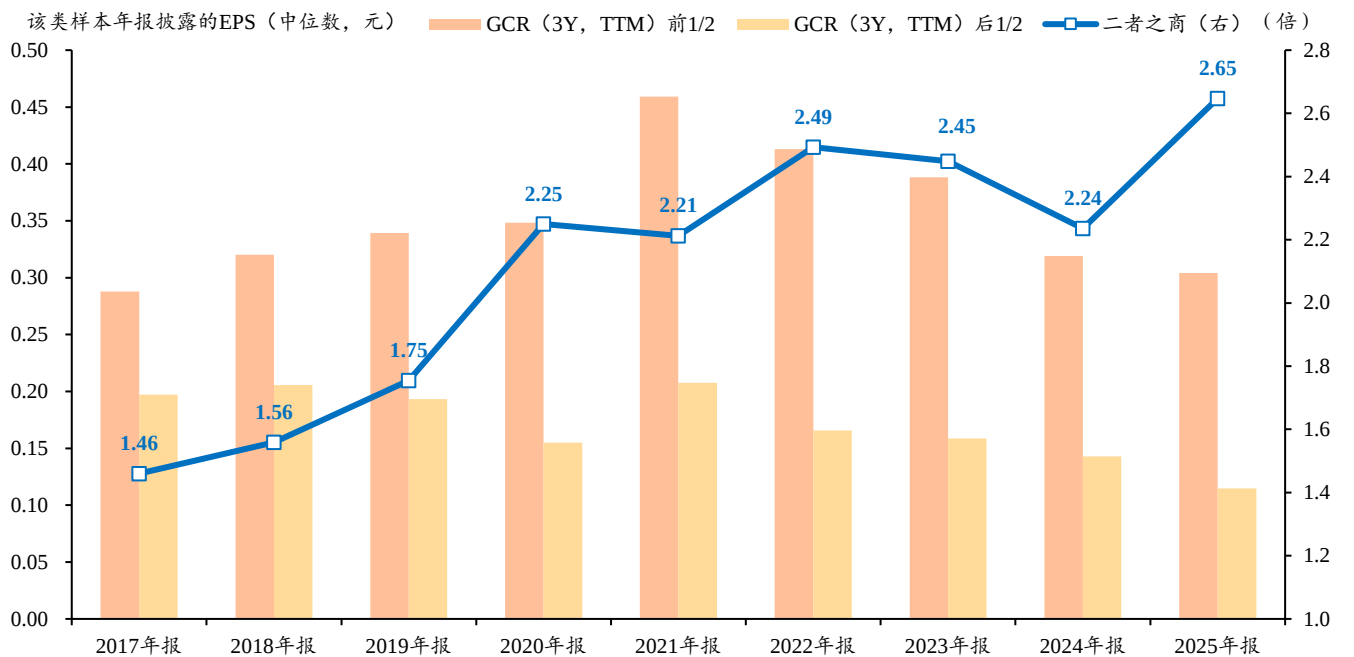
注: 图中“2025 年报”对应的“披露后 1 年内的股价表现”计算区间截至 2026 年 5 月 20 日。

测算结果显示, 自 2020 年 3 月至 2025 年 4 月, A 股市场持续“惩罚”高“成长性 Capex”。如图 6 所示, 对于 2019 年报至 2023 年报, 在年报披露后一年内, 3 年滚动 GCR (TTM) 分类为“前 1/2”的主体“股票区间收益率中位数”均明显低于分类为“后 1/2”的主体。换言之, 在这段时期内, A 股市场一直在“惩罚”高“成长性 Capex”。

但在 2024 年报披露后一年内, A 股市场转向高“成长性 Capex”。在 2024 年报披露后一年内, 与分类为“后 1/2”的主体相比, 3 年滚动 GCR (TTM) 分类为“前 1/2”的主体“股票区间收益率中位数”高出约 4.1 个百分点。而在 2025 年报披露后, “奖励”高“成长性 Capex”的市场趋势仍在延续。

结合 EPS、ROIC 分析, A 股“惩罚或奖励”高“成长性 Capex”与上市公司的盈利表现关联度不高。自 2018 年 3 月至今, 3 年滚动 GCR (TTM) 分类为“前 1/2”的主体的 ROIC、EPS 整体表现均明显优于分类为“后 1/2”的主体, 这意味着导致两类主体股价表现差异的核心因素可能并非盈利而是估值, 即: 投资人是否愿意相信上市公司“成长性 Capex”是有效率的?

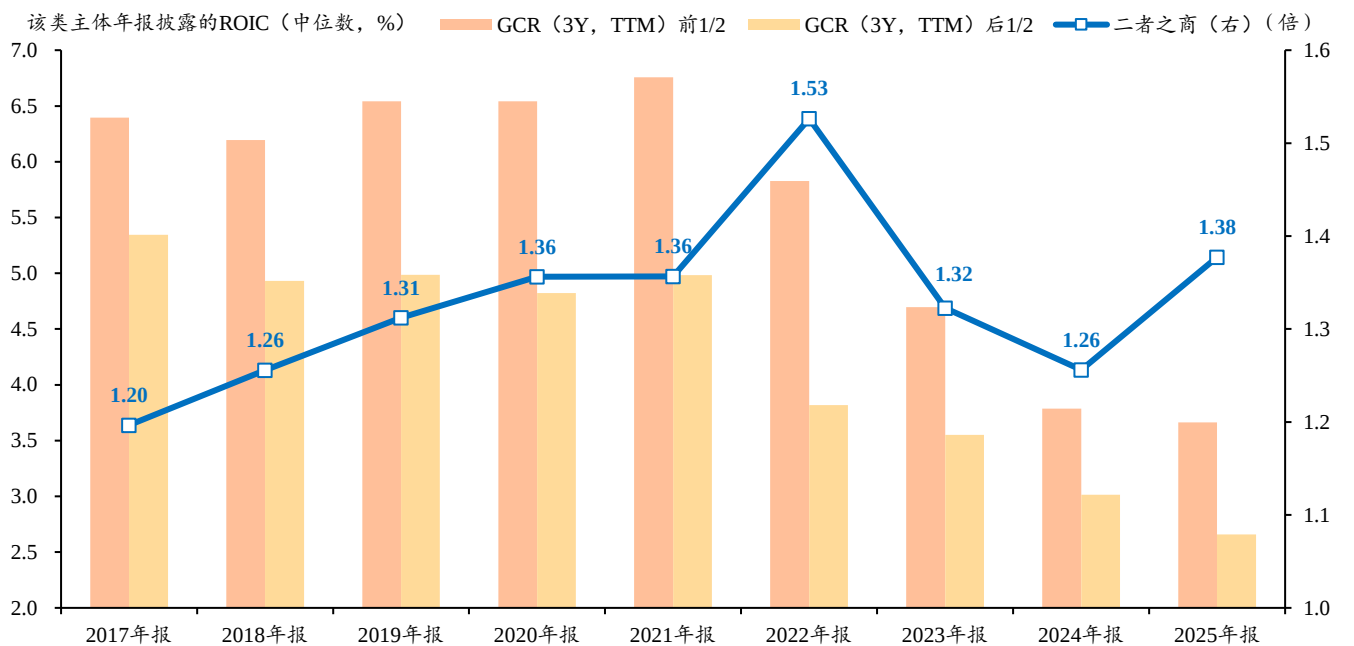
图7: 从 2017 年报至 2025 年报数据看, GCR (3Y, TTM) 较高的主体 EPS 普遍较高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 仅统计“A股全样本”中当年年报数据可得的公司, 下图同。

图8: 从 2017 年报至 2025 年报数据看, GCR (3Y, TTM) 较高的主体 ROIC 同样普遍较高



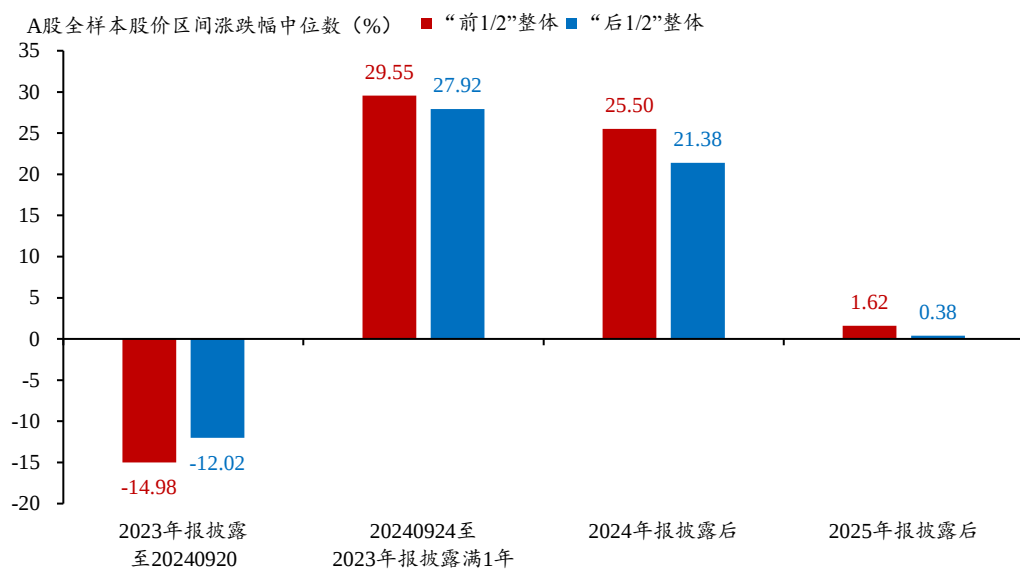
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

事实上, 关于“投资人是否愿意相信上市公司的‘成长性 Capex’是有效率的?”, 我们认为这一方面受到投资人情绪的影响, 另一方面也受到产业趋势的影响。

2.1. 关键影响因素 1：投资人情绪

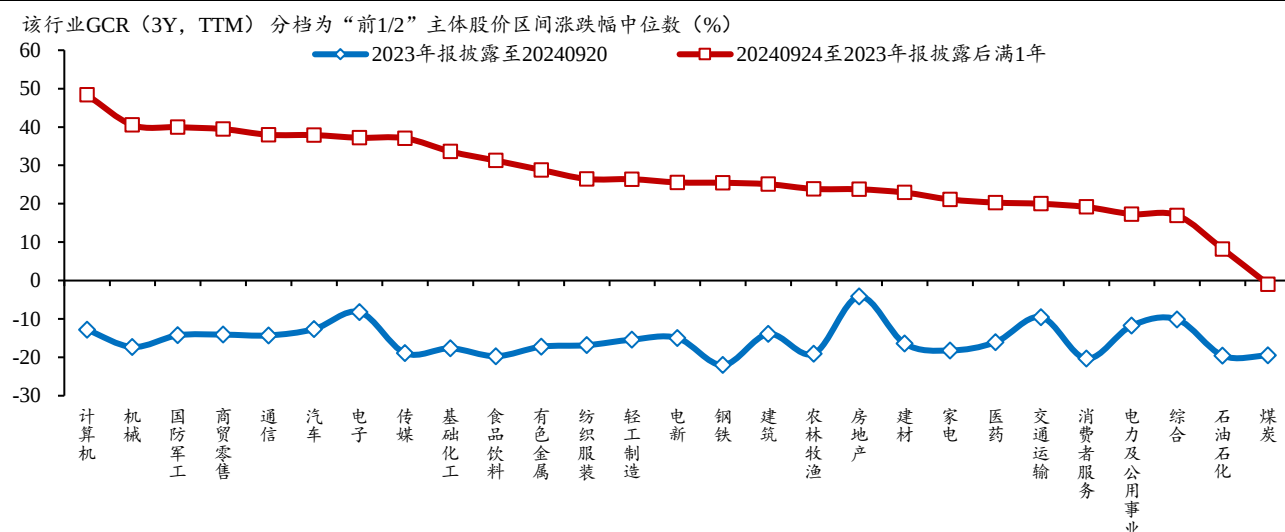
说明“投资人情绪是重要影响因素”的最好例证在于 2024 年“924”前后的 A 股市场表现。2024 年 9 月 24 日，央行、金融监管总局、证监会联合发布多项重磅政策支持经济发展，例如央行宣布下调存款准备金率 0.5 个百分点，下调 7 天期逆回购操作利率 0.2 个百分点；创设股票回购、增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票等；创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性。相关政策有效提振了资本市场信心，A 股投资人情绪获得明显改善。如果将“2023 年年报披露后一年”拆分为“924”之前、“924”之后两个区间；那么参考图 9 不难发现，在“924”之后，A 股市场已然从“惩罚”转向“奖励”高“成长性 Capex”公司，即 GCR（3Y，TTM）较高的主体股价表现相对较好。

图9：2024 年“924”之后，A 股市场从“惩罚”转向“奖励”高“成长性 Capex”



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10: 2024 年“924”之后, A 股投资人情绪获得明显改善

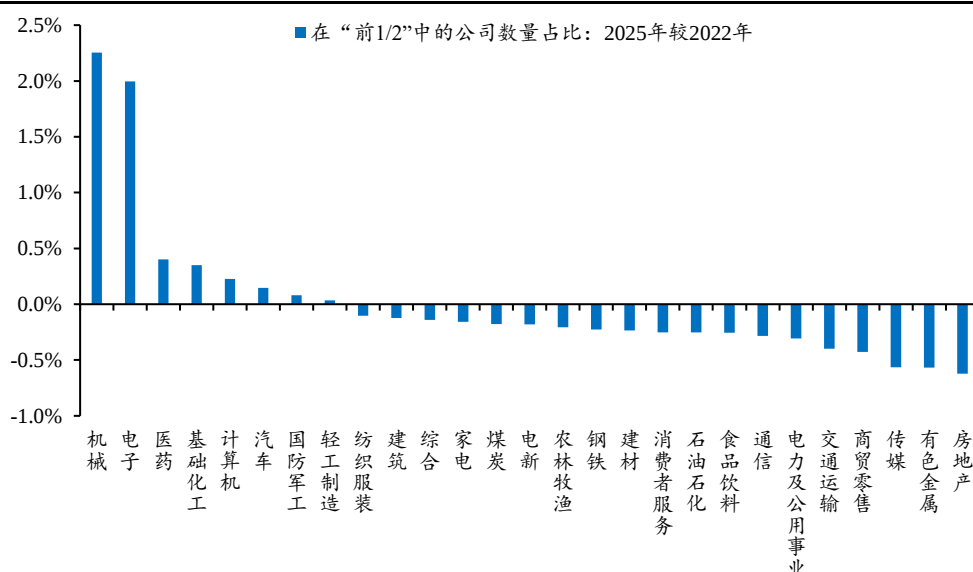


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 关键影响因素 2: 产业趋势

投资人情绪改善并不意味着“平等奖励”每一家高“成长性 Capex”公司, 从近年趋势看, “海外毛利占比高、‘成长性 Capex’支出强度大”的上市公司最受投资人青睐, 这在机械、电子行业体现最为明显。无论是与 2022 年报测算结果还是与 2024 年报测算结果相比, 2025 年报测算结果均显示, 在 GCR (3Y, TTM) 分档为“前 1/2”的公司中, 数量占比明显提高的 2 个行业分别为机械、电子。从各个行业核心上市公司 (指“A 股样本公司”中 2025 年区间日均总市值不低于 99.5 亿元的主体, 全文同) 的基本面看, 虽然机械、电子行业核心上市公司的境外业务毛利率表现并不突出, 但这两个行业是 2025 年核心上市公司毛利润来自境外比例最高的两大行业。

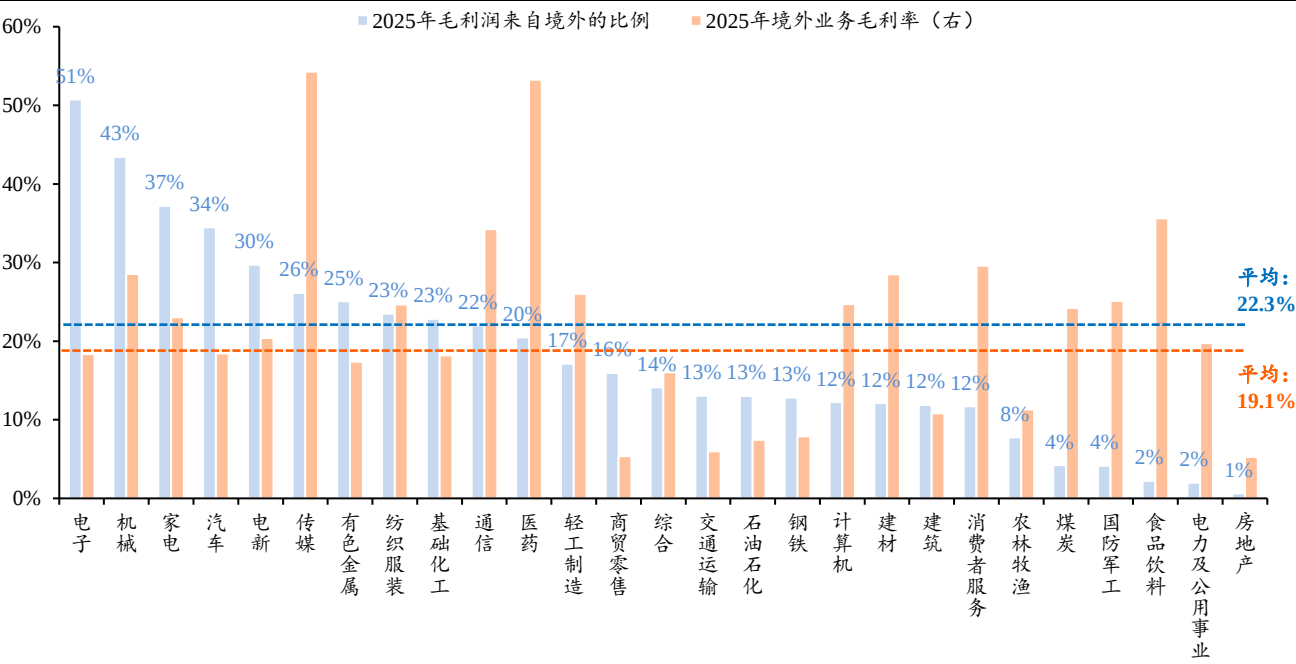
图11: 近年机械、电子行业在 GCR 分档为“前 1/2”的公司中的数量占比明显提高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 标题“GCR 分档”实际参考的是“GCR (3Y, TTM)”指标。

图12：机械、电子行业是 2025 年核心上市公司毛利润来自境外比例最高的两大行业



数据来源：Wind，东吴证券研究所
注：仅统计 A 股“核心上市公司”，即 2025 年区间日均总市值不低于 99.5 亿元的非金融行业上市公司，下图同。

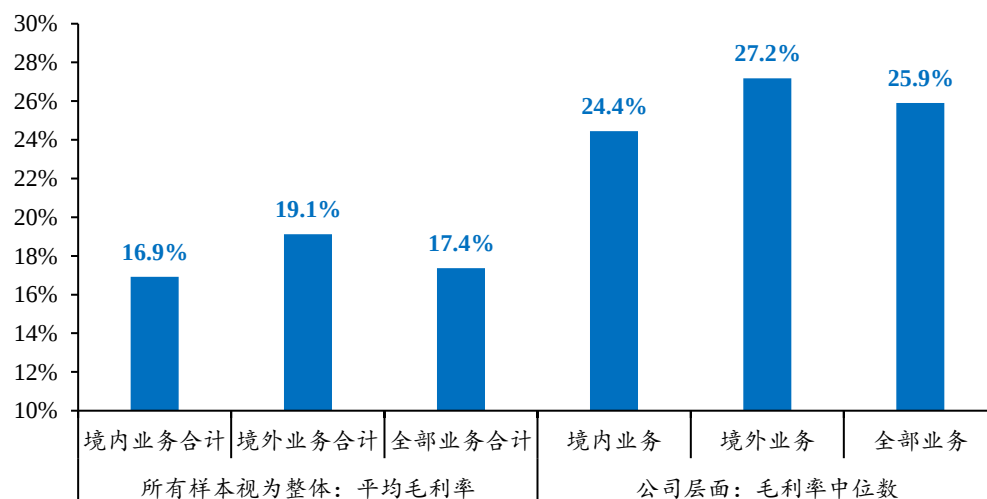
图13：分行业看，2025 年机械行业的境外业务毛利率排名靠前，但电子行业排名相对靠后

序号	中信一级行业	境内业务表现 (亿元)		境外业务表现 (亿元)		整体业务表现 (亿元)		境内业务毛利率	境外业务毛利率	整体毛利率
		营业收入合计	毛利润合计	营业收入合计	毛利润合计	营业收入合计	毛利润合计			
1	传媒	2804	1005	654	355	3471	1357	35.8%	54.3%	39.1%
2	医药	13710	4481	2168	1155	15905	5644	32.7%	53.3%	35.5%
3	食品饮料	6940	3849	247	88	7187	3937	55.5%	35.6%	54.8%
4	通信	8004	1982	1631	559	9637	2541	24.8%	34.3%	26.4%
5	消费者服务	1400	229	103	30	1503	260	16.4%	29.6%	17.3%
6	机械	9239	1813	4880	1394	14119	3207	19.6%	28.6%	22.7%
7	建材	4022	849	411	117	4443	966	21.1%	28.5%	21.7%
8	轻工制造	1955	418	333	87	2291	505	21.4%	26.0%	22.1%
9	国防军工	4092	707	122	31	4214	738	17.3%	25.1%	17.5%
10	计算机	6118	1404	793	196	6913	1600	22.9%	24.7%	23.1%
11	纺织服装	546	229	285	70	831	299	41.9%	24.7%	36.0%
12	煤炭	6386	1744	317	77	6703	1821	27.3%	24.2%	27.2%
13	家电	7707	2065	5315	1225	13021	3290	26.8%	23.1%	25.3%
14	电力设备及新能源	19253	3108	6446	1314	25698	4422	16.1%	20.4%	17.2%
15	电力及公用事业	16394	3613	376	74	16800	3697	22.0%	19.7%	22.0%
16	汽车	23991	3648	10403	1920	34397	5567	15.2%	18.5%	16.2%
17	电子	13721	2641	14924	2738	28705	5398	19.2%	18.3%	18.8%
18	基础化工	11962	2353	3837	698	15919	3053	19.7%	18.2%	19.2%
19	有色金属	25815	2930	5641	981	31457	3910	11.3%	17.4%	12.4%
20	综合	178	51	52	8	230	59	28.7%	16.0%	25.8%
21	农林牧渔	9209	908	678	77	9886	985	9.9%	11.3%	10.0%
22	建筑	47932	5233	6510	706	54442	5939	10.9%	10.8%	10.9%
23	钢铁	14773	992	1849	146	16622	1139	6.7%	7.9%	6.8%
24	石油石化	7486	824	1660	123	9146	947	11.0%	7.4%	10.4%
25	交通运输	11476	1247	3260	195	14952	1488	10.9%	6.0%	9.9%
26	商贸零售	13146	824	2907	156	16052	980	6.3%	5.4%	6.1%
27	房地产	10075	1345	167	9	10242	1354	13.4%	5.3%	13.2%
	总计	298336	50491	75969	14528	374787	65105	16.9%	19.1%	17.4%

数据来源：Wind，东吴证券研究所
注：“整体业务表现”还包括未能精确识别境内或境外的业务区域的相关数据。

从经济含义理解：自 2025 年 Q1 以来，对于电子、机械两个行业的核心上市公司，考虑到（1）近年国内 Capex 及“成长性 Capex”增速表现弱于海外主要国家 GFCF 的增速表现，而上述公司毛利润来自海外的比例较高，“自上而下”看公司业绩增长可能更有保障。（2）上述公司的 GCR 较高，即公司愿意开展更多成长性资本开支，反映出公司对未来业务增长的信心较强，未来股价表现更有“想象空间”。因此最终投资人“用脚投票”，A 股市场呈现出“奖励”高“成长性 Capex”的趋势。

图14：从 2025 年 A 股核心上市公司的毛利率表现看，境外业务的盈利性表现优于境内

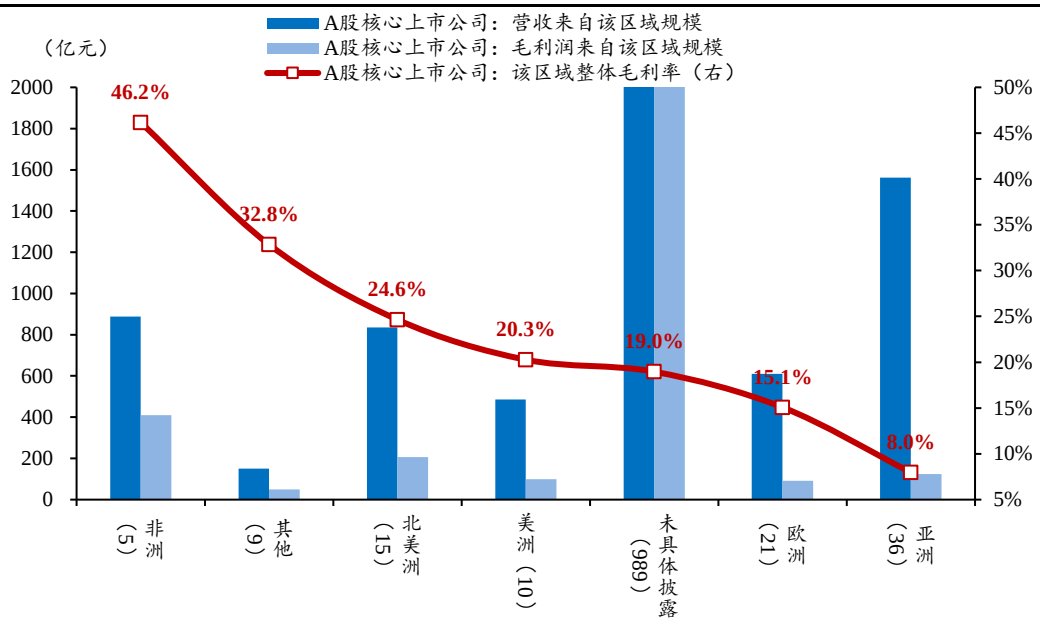


数据来源：Wind，东吴证券研究所

但未来值得关注的变化包括：1）境外业务所在国家是否为“高支付能力”国家。从 2025 年数据看，A 股核心上市公司的境外业务因所在区域不同而存在毛利率的显著差异，例如在北美洲的平均毛利率约为 24.6%，但在欧洲的平均毛利率仅为 15.1%（详见图 15）。虽然这可能受到样本数量及样本行业分布等因素的干扰，但从逻辑上看，未来投资人的确需要关注上市公司境外业务所在国家是否为“高支付能力”国家，尤其是逐项目确认收入的上市公司是否会因“确收项目”所在区域发生变化而导致毛利率剧烈波动。

2）**关注汇兑损益。**从 2025 年数据看，A 股核心上市公司境外业务毛利率最高的区域为非洲，但由于涉及的样本数量太少——仅为 5 家，因此该结论是否可靠仍有待后续观察。但值得关注的是，未来对于一些境外业务涉及欠发达国家的上市公司，如果境外业务以当地货币交易，同时金融市场缺乏相应的汇率对冲工具，那么上市公司可能更容易蒙受汇兑损失。

图15：从 A 股核心上市公司 2025 年数据看，境外不同区域的毛利率差异很大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注 1：横轴括号内数字代表境外业务涉及该区域的 A 股“核心上市公司”数量。

注 2：横轴“未具体披露（989）”对应的“当地贡献营业收入”、“当地贡献毛利”分别为 7.14 万亿元、1.35 万亿元，因数值过大而在图中未能完整展示。

注 3：横轴“其他（9）”对应的原始披露口径为南美洲、中亚、大洋洲；“亚洲（36）”对应的原始披露口径为中国香港/中国澳门/中国台湾、新加坡、日本、东南亚、南亚。

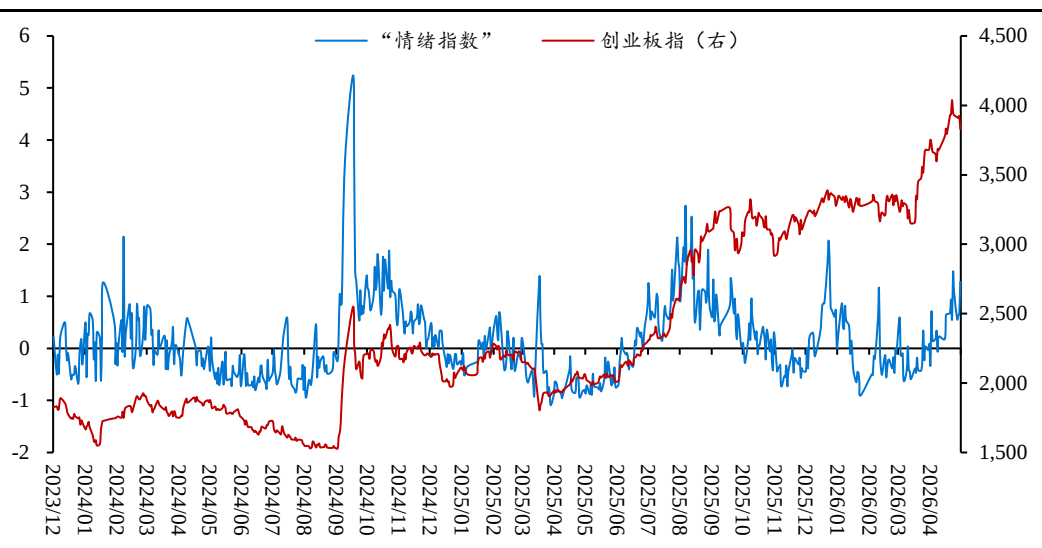
3. A 股会继续“奖励”高“成长性 Capex”吗？

若想回答“A 股是否会继续‘奖励’高成长性 Capex？”，我们一方面需要判断当前投资人情绪处于何种位置，另一方面需要判断当前作为交易主线的产业趋势是否会发生逆转。尤其是针对近期争论较多的“AI 出海”主题，我们将重点讨论今年美股科技巨头是否能够兑现 Capex 承诺、未来可持续性如何？落地到投资层面，在本文最后，我们也将尝试综合“3 年滚动 GCR（TTM）”指标筛选、东吴证券月度金股等信息，聚焦值得关注的重点标的。

3.1. A 股投资人情绪近期表现如何？

自 2026 年初以来，虽然美伊冲突、“国家队”调仓等因素对 A 股市场造成阶段性扰动，但从近期市场情绪看，投资人情绪尚未真正转向“悲观”。为衡量 A 股投资人情绪，我们分别测算①沪深两市成交金额、②沪深两市换手率、③沪深两市“融资余额/流通市值”、④沪深两市“融资买入额/成交金额”、⑤中证 2000 指数成分股涨停数量比例、⑥中小单净买入额、⑦小单-超大单净买入额共 7 项指标的日度数据，随后对每个指标计算过去 90 个交易日的 Z-Score，最终取 7 项指标各自 Z-Score 的算术平均值作为“情绪指数”。如图 16 所示，近期 A 股投资人情绪尚未进入“悲观区间”。

图16: 近期 A 股投资人情绪尚未进入“悲观”区间



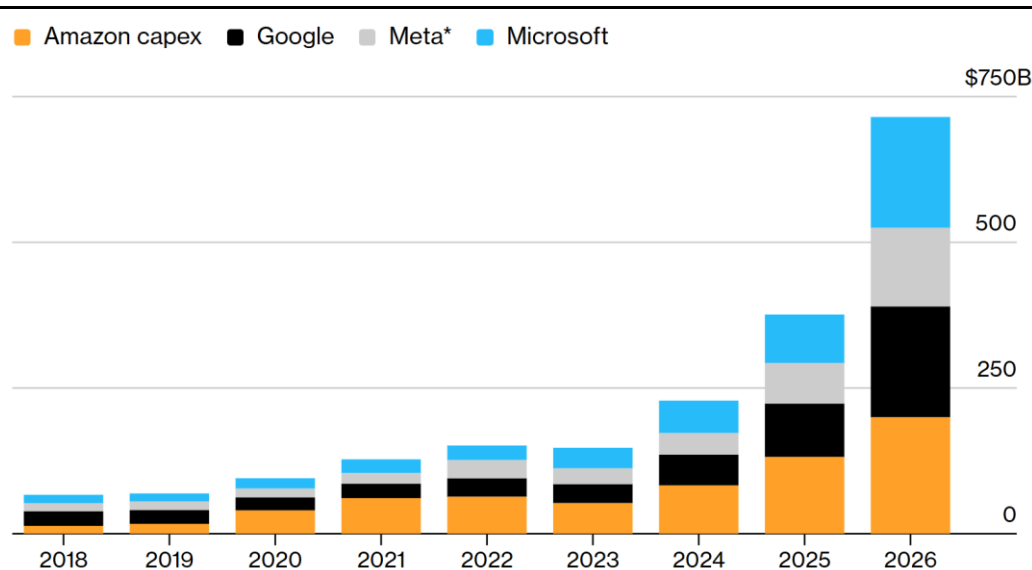
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: “情绪指数”无单位, 系 7 项指标各自 Z-Score 的算术平均值。

3.2. “AI 出海”前景会逆转吗？

近期, 争议最多的产业趋势主线是“AI 出海”能否持续? 本质上, 国内上市公司“AI 出海”前景依托于海外尤其是美国科技巨头的 Capex 预期。2026 年财报季, 美国 4 大超大规模云服务商大幅上调 Capex 计划至合计超过 7000 亿美元。与 2025 年相比, 美国 4 大超大规模云服务商 2026 年 Capex 计划值同比近乎翻倍。如此巨额的 Capex 计划在提振美国云服务商上游厂商业绩预期的同时, 不免让市场怀疑美国云服务商能否尽快将连续多年高速增长的 Capex 尽快转化为收入、EBITDA 与 FCF 增长(即“货币化”)?

图17: 美国 4 大超大规模云服务商 2026 年 Capex 计划大幅上调



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

注: \$B 代表十亿美元。2026 年数据为各公司给出的参考指引, 其中 Meta 的数据取估计区间的中位数。

如表 1 所示，OpenAI、Anthropic 通过长期合同租赁 AI 算力等形式，将大量 Capex 压力转移至由云服务商合作伙伴承担，因此 OpenAI、Anthropic 的计算费用应当是美股科技巨头 Capex 的领先指标。

虽然外界无法获取 OpenAI、Anthropic 真实计算费用的高频数据，但参考两家公司的近期收入增长趋势，以及“深度学习时代”的模型训练算力趋势（详见图 19 “Deep Learning Era”），我们有理由认为 2026 年 AI 大模型的竞争仍在“白热化”状态，龙头公司仍会持续加大投入，而尚未取得明显成绩的公司例如 Meta 也会加大追赶力度。

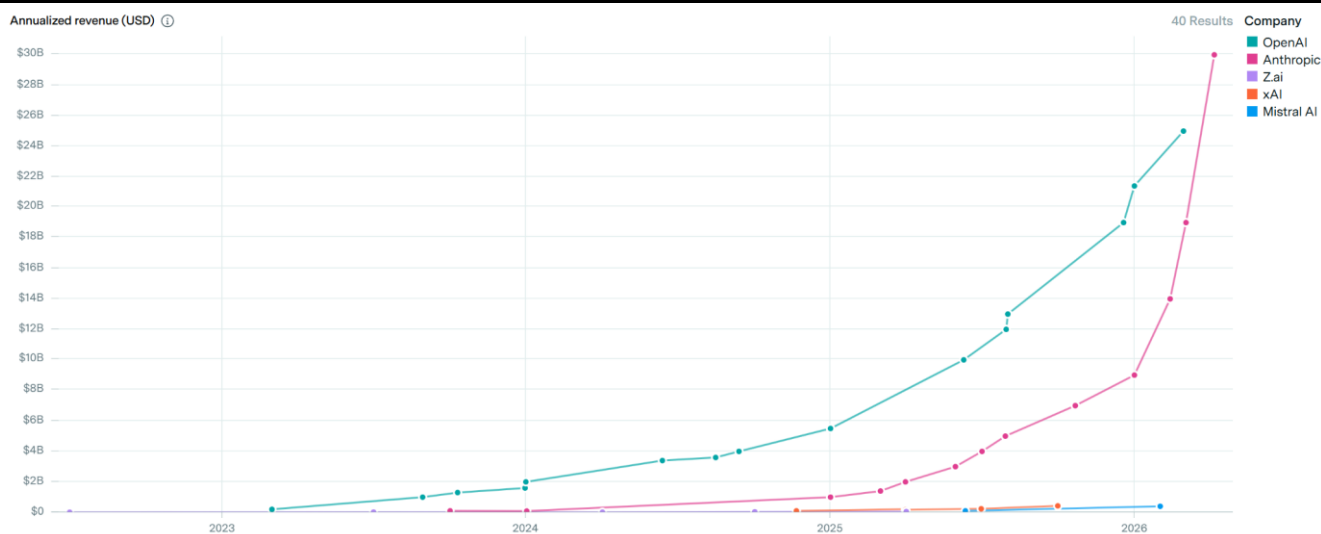
因此，2026 年美股科技巨头基本完成 Capex 计划的概率较高，这也符合此前美股市场定价的方向——2026 年前 4 个月，多家美股科技巨头在宣布提高今年 Capex 计划后股价暴跌，这侧面反映出市场更愿意交易公司按计划落地今年 Capex 计划。

表1: OpenAI、Anthropic 将大量 Capex 压力转移至云服务商合作伙伴

新闻日期	公司	合作方	具体合作内容
2025/11/3	OpenAI	AWS	双方达成总额高达 380 亿美元、未来 7 年将持续扩大的合作协议，OpenAI 将使用 AWS 的计算资源以快速提升 AI 运算规模，前者包括数十万颗先进的 NVIDIAGPU 并具备扩展至数千万 CPU 的能力。所有算力预计将在 2026 年底前全面部署，并具备在 2027 年及以后进一步提高的能力。
2026/2/27		AWS	亚马逊计划向 OpenAI 投资 500 亿美元，其中首笔 150 亿美元已确定。OpenAI 承诺通过 AWS 提供的 AI 基础设施消费约 2GWTrainium 算力容量。双方原有合作协议被“升级”至总额 1000 亿美元、为期 8 年。
2019/7/22		微软	微软向 OpenAI 投资 10 亿美元并成为其独家云服务提供商，双方将共同开发 Azure AI 计算平台。
2023/1/23		微软	微软宣布将 OpenAI 的模型部署到自身消费和企业产品中，并通过一项多年、数十亿美元的投资协议加速 AI 突破。而 Azure 将继续作为所有 OpenAI 工作负载的独家云服务提供商。
2025/10/28		微软	OpenAI 公布微软持有本公司股权比例约为 27%（估值 1350 亿美元），OpenAI 将增购 2500 亿美元 Azure 服务，但微软不再享有作为 OpenAI 算力服务供应商的“优先承接权”。
2026/4/27		微软	微软将继续担任 OpenAI 的首选云合作伙伴，但将停止向 OpenAI 支付营收分成；OpenAI 将继续优先在 Azure 上发布产品，向微软支付的营收分成按原定比例持续至 2030 年，且不受 OpenAI 技术进步的影响，但需遵循约定的总额上限。
2024/11/22	Anthropic	AWS	亚马逊对 Anthropic 的总投资追加 40 亿美元至 80 亿美元，同时保持其少数股东地位；Anthropic 明确 AWS 为主要云与训练伙伴。
2025/11/18		微软、英伟达	Anthropic 承诺购买 300 亿美元 Azure 算力资源并额外签约最高 1GW 算力容量；同时微软、英伟达分别计划投资 Anthropic 至多 50 亿美元和 100 亿美元。
2025/10/23		谷歌	Anthropic 宣布扩大 Google Cloud 技术使用以大幅增加公司计算资源，其中包括多达 100 万颗 TPU、价值“数百亿美元”，预计 2026 年上线超过 1GW 算力容量。
2026/4/20		AWS	Anthropic 宣布深化与 AWS 的现有合作关系，承诺未来 10 年向 AWS 技术投入超过 1000 亿美元，锁定最高 5GW 算力容量用于训练和部署 Claude，该承诺覆盖 Graviton、Trainium2 到 Trainium4 芯片，还可选择购买未来世代的 Amazon 自研芯片。

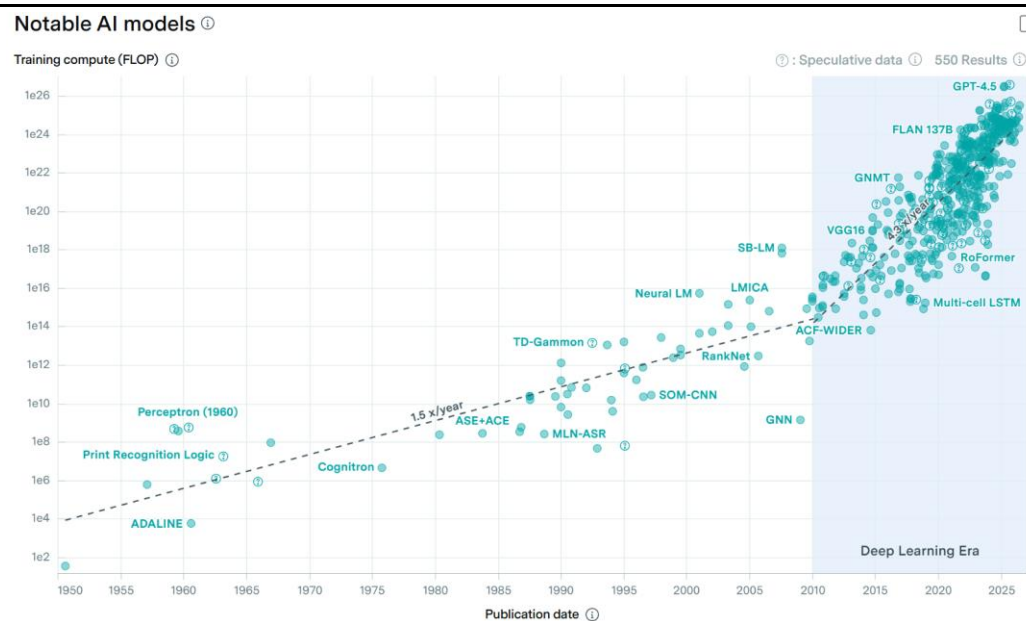
数据来源：OpenAI/ Anthropic/微软/AWS/谷歌公司官网，东吴证券研究所

图18: 近期 Anthropic 的“货币化”能力出现加速上行



数据来源: Epoch AI, 东吴证券研究所

图19: 进入深度学习时代, 训练 AI 模型的成本大幅上升



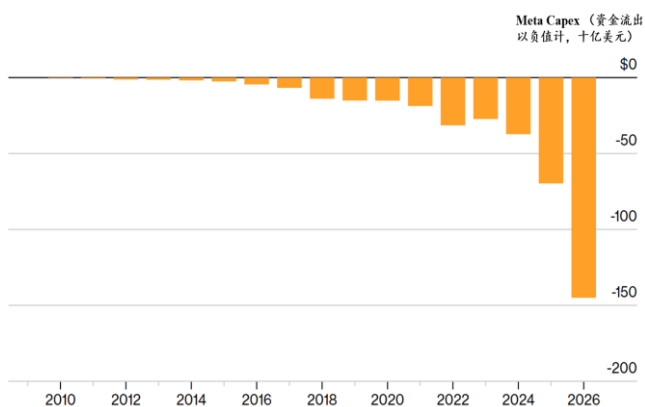
数据来源: Epoch AI, 东吴证券研究所

但不容忽视的是, 美国科技巨头的“Capex 通胀”正在引发市场越来越多的担忧, 即使不是 2026 年, 美国科技巨头的 Capex 增速大概率也将在 2028 年底之前迎来拐点。2026 年 4 月底, Meta 大幅上调其今年 Capex 计划至“1250 亿至 1450 亿美元”, 这一数字不仅超出市场预期也大幅高于 2025 年公司实际实现值, 因此 Meta 股价在一个交易日内下跌超过 8.5%, 创下自 2025 年 10 月 30 日以来的单日最糟糕表现。

事实上, Capex 计划正在经历市场质疑的美股科技明星远不止 Meta 一家。2026 年 2 月初, 亚马逊宣布今年计划斥资 2000 亿美元用于数据中心、芯片和其他设备, 以扩大公司计算能力。这一远超市场预期的数字完全掩盖了 AWS 三年多以来最快的季度增速

表现，整个 2 月期间，公司股价累计下跌超过 10%，创下自 2022 年 12 月以来的单月最糟糕表现。同一月份，CoreWeave 在公布亏损超出预期但计划继续增加 Capex 至“300 至 350 亿美元”后，公司股价也遭遇了 6 个多月以来的最大跌幅。特别是伴随着公司大举增加举债规模以支撑 Capex，飙升的杠杆率让投资人感到愈加不安。

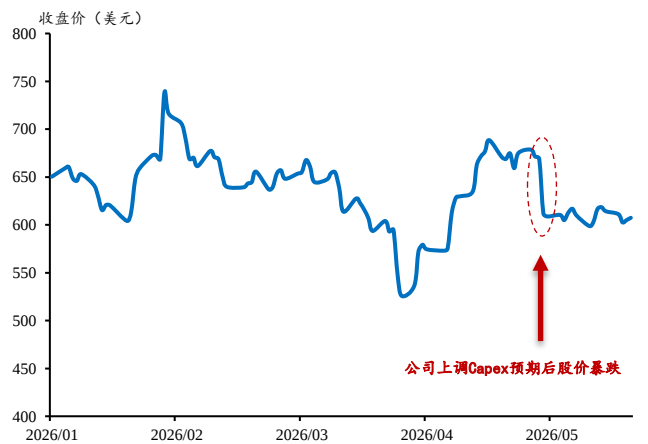
图20: 2026 年 4 月末，Meta 大幅上调 Capex 计划



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

注：2026 年数据为估计区间的上限值。

图21: 大幅上调 Capex 计划后，Meta 单日股价暴跌

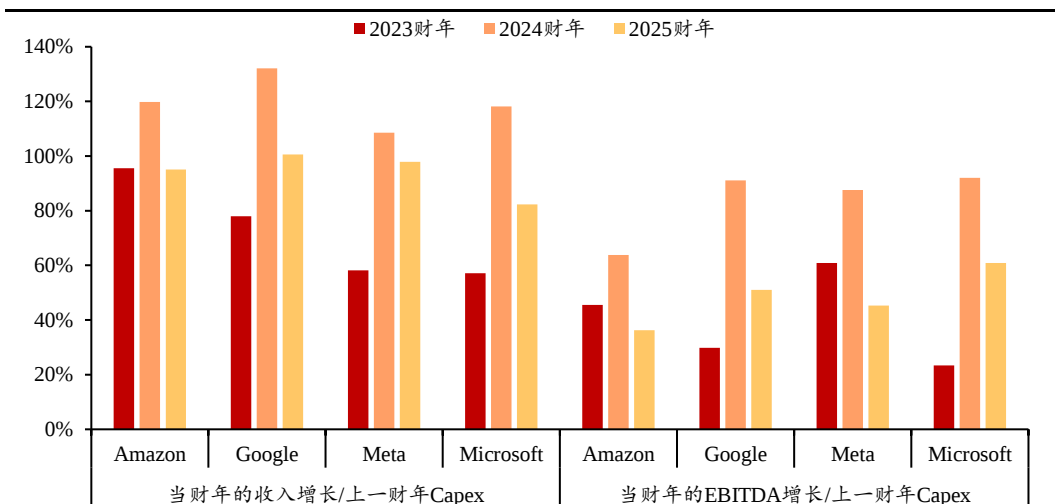


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

从 Capex 带来营收与利润增长的角度看，2025 财年，美国 4 大超大规模云服务商的 Capex “边际效用”均呈下降趋势。我们采用“当财年的收入增长/上一财年 Capex”、“当财年的 EBITDA 增长/上一财年 Capex”两项指标近似衡量 Capex 对美国 4 大超大规模云服务商的财务贡献。结果显示，

- 2025 财年，亚马逊、谷歌、Meta、微软 4 大巨头的 Capex “边际效用”均呈下降趋势，上述公司“当财年的收入增长/上一财年 Capex”平均值、“当财年的 EBITDA 增长/上一财年 Capex”平均值分别下降了 26 个百分点、35 个百分点。
- 即使考虑甲骨文后，5 大巨头的 Capex “边际效用”依然呈下降趋势，相关公司“当财年的收入增长/上一财年 Capex”平均值、“当财年的 EBITDA 增长/上一财年 Capex”平均值分别下降了 15 个百分点、27 个百分点。

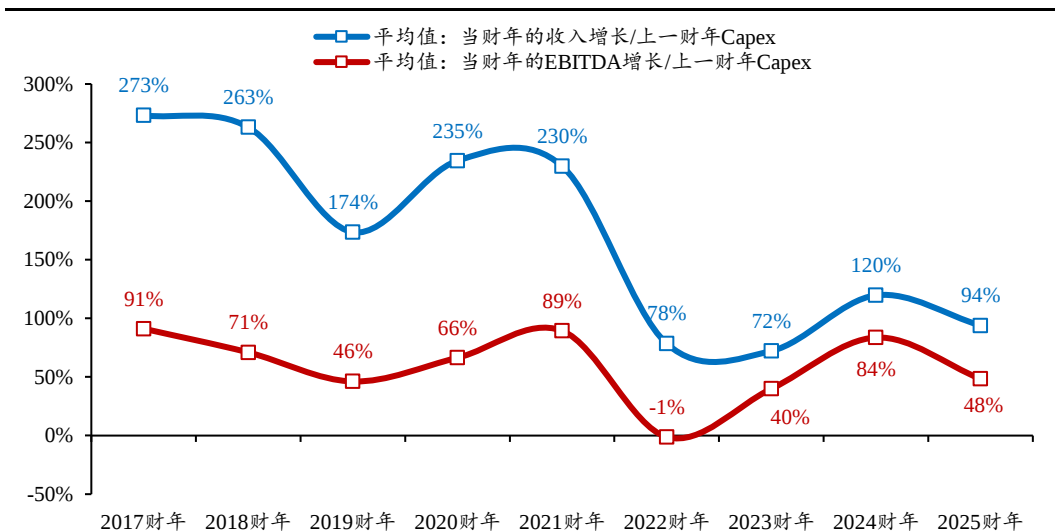
图22: 2025 财年, 美国 4 大超大规模云服务商的 Capex “边际效用” 均同比下降



数据来源: Bloomberg, 各家公司历年财报, 东吴证券研究所

注: AMZN.O、GOOGL.O、META.O 的财年截止日期均为 12 月 31 日, MSFT.O 的财年截止日期为 6 月 30 日, 后文同。

图23: 从绝对水平看, 目前美国超大规模云服务商的 Capex “边际效用” 并不高



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

除 Capex “边际效用” 下降外, GPU 等硬件设备的折旧问题也愈加引发投资人关注。参考亚马逊、谷歌等公司财报披露, 以服务器与网络设备为代表的硬件设备折旧年限普遍不超过 6 年。如果只考虑微软、谷歌、亚马逊、Meta 四大巨头, 假设自 2023 年至 2028 年, (1) 每家公司历年 Capex 的 50% 是以服务器与网络设备为代表的“硬件 Capex”, (2) T 年开展的“硬件 Capex” 可从 T+1 年开始贡献营收增长, (3) 相关资产的折旧期限不超过 6 年, 那么自 2024 年至 2033 年, 企业每年需要额外获得超过 908 亿美元的营收才能实现 10% 的 IRR 水平。

如果上述额外收入完全来自 AI 工具订阅, 那么这一要求回报相当于: 当前 Netflix 的每名订阅用户 (3.25 亿人) 均订阅 AI 工具, 且 AI 工具的收费标准是当前“Netflix 含

广告标准版”的 2.59 倍。考虑到上述测算只是我们基于收入与 Capex 的 IRR 测算，如果改用利润与 Capex 测算，那么“2.59 倍”这一数值仍将进一步提升。显而易见，云服务商的“Capex 货币化路径”未来不可能完全依赖 AI 工具订阅，业界还需要创新 AI 技术应用场景与商业模式等。

表2: 目前，AI 领域“服务器与网络设备”的折旧年限普遍不超过 6 年

公司	硬件设备类型	折旧年限
亚马逊	服务器与网络设备（Servers and networking equipment）	5-6 年
谷歌	服务器与网络设备（Servers and networking equipment）	6 年
META	服务器与网络设备（Servers and network assets）	5-5.5 年
微软	计算机设备（computer equipment）	2-6 年
甲骨文	计算机网络设备（Computer, network, machinery and equipment）	1-6 年
CoreWeave	技术设备（Technology equipment）	6 年

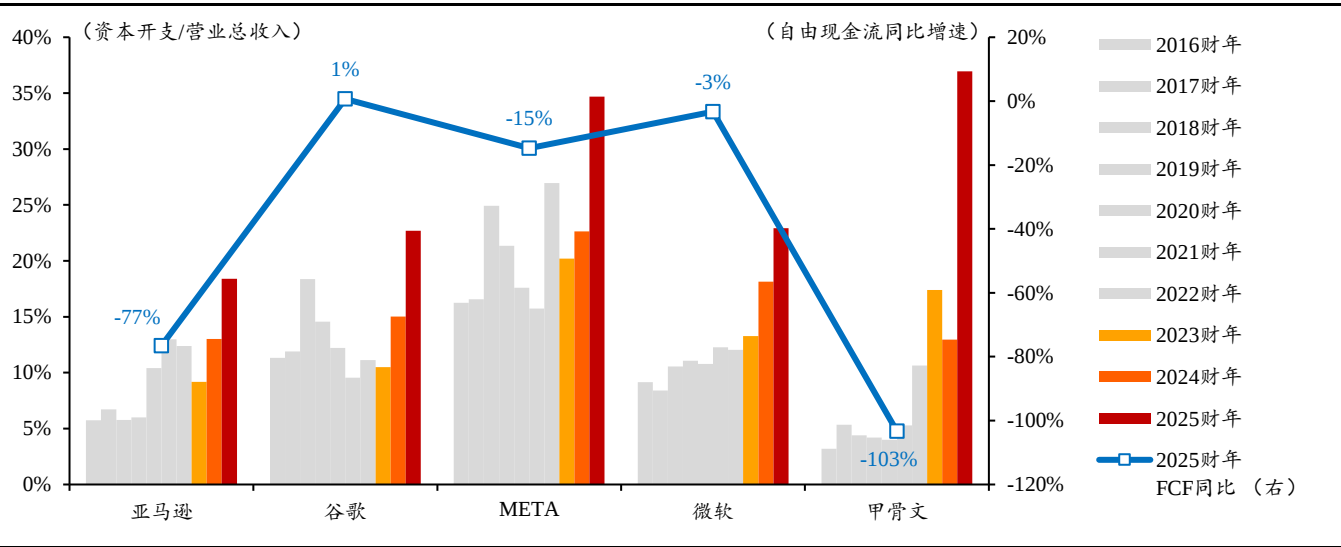
数据来源：各家公司 2025 财年报告，东吴证券研究所

表3: 仅凭 AI 工具订阅，未来美国超大规模云服务商收回前期 Capex 的难度较大

IRR 目标	“硬件 Capex”未来 所需年均增量收入 (百万美元)	相当于每名 Netflix 订阅用户月付费 (美元)	相当于 Netflix 收费标准的 X 倍	
			Netflix 含广告标准版	Netflix 无广告标准版
3%	76689	19.66	2.19	0.98
5%	80787	20.71	2.30	1.04
7%	84840	21.75	2.42	1.09
10%	90810	23.28	2.59	1.16
13%	96619	24.77	2.76	1.24
15%	100391	25.74	2.86	1.29

数据来源：AMZN、GOOGL、META、MSFT、NFLX 年度报告，东吴证券研究所测算

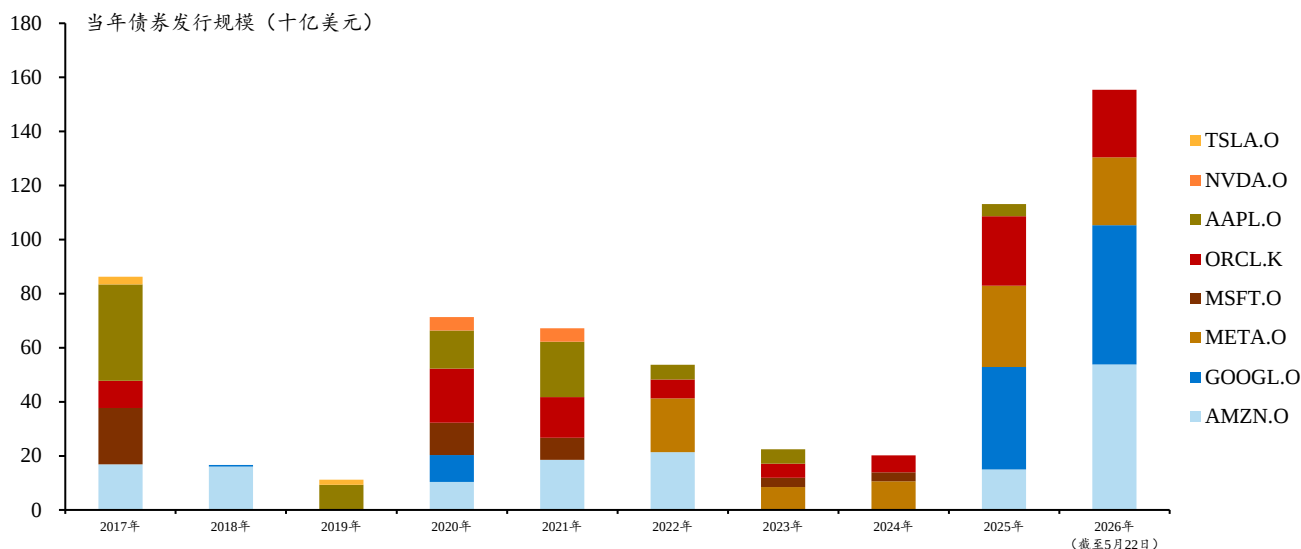
图24: 2025 财年，Capex 对美国超大规模云服务商 FCF 的侵蚀明显体现



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

除 Capex 的“货币化”前景外，美国科技巨头支撑 Capex 的资金来源正在经历从“自有资金”到“外部融资”的转移，信用风险也在逐步积累。从债券融资数据看，2026 年美国科技巨头发债规模大幅增长，截至 2026 年 5 月 22 日，亚马逊、谷歌、Meta、甲骨文 4 家公司年内已发行债券 1553.7 亿美元，较 2025 年全年发债规模大幅增长 43.0%。

图25：2026 年，美国科技巨头的债券融资需求显著增加



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

综上所述，2026 年美股科技巨头基本完成 Capex 计划并不意味着一定利好此前已被市场“爆炒”的方向。事实上，如我们在表 3 测算所示，云服务商的“Capex 货币化路径”未来不可能完全依赖 AI 工具订阅，业界还需要不断创新 AI 技术应用场景与商业模式，例如 AI 与传统行业的结合——AI 辅助医疗影像检测/手术机器人、无人物流等公司；“算法、算力、数据”三大要素中最容易被忽视的“另类数据”相关公司未来可能获得更多关注。

此外，AI 行业的硬件设备也在不断进化过程中。例如 GTC2026 透露 Nvidia 的下一代架构 Feynman 将包括新的 CPU——Rosa，Rosa 所支撑的新平台将把 Nvidia 下一代 LPU (LP40)、下一代 DPU (BlueField-5)、下一代 Super NIC (CX10) 通过 Kyber 相连接。针对潜在的技术迭代方向，一些海外投资人已经开始关注可能受益的供应链环节，例如“高压控制”领域的 Infineon Technologies (德国)、宏发股份 (中国)、法拉电子 (中国)；“晶圆制造与传送”领域的 SUMCO (日本)、Daifuku (日本) 等。

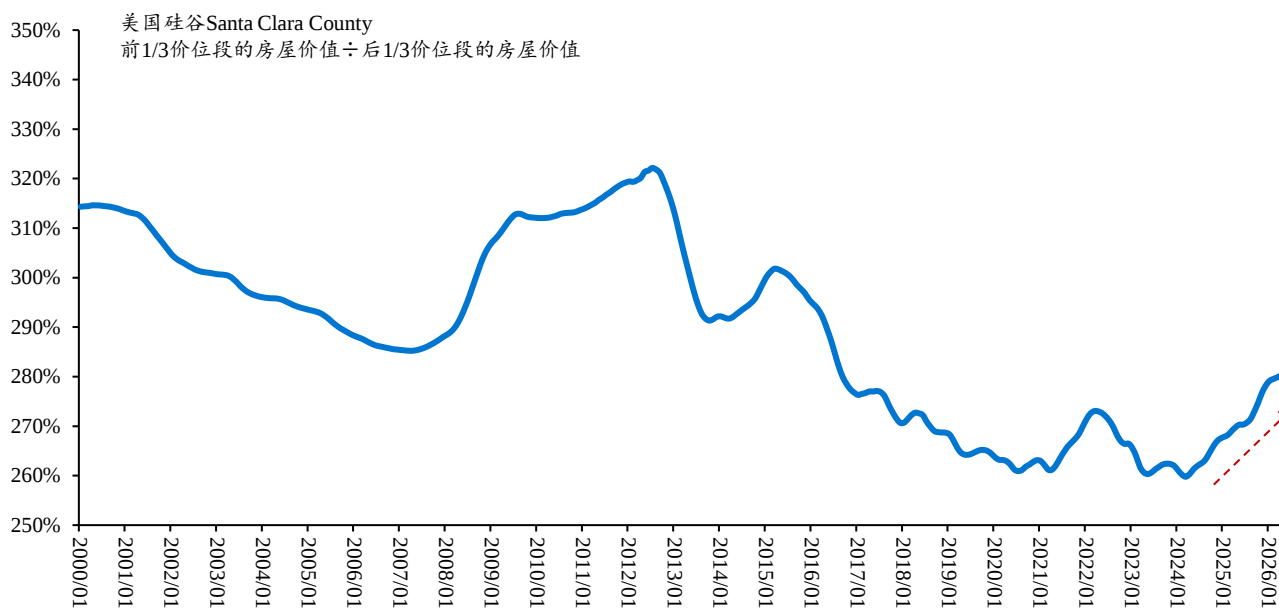
总而言之，我们对“AI 出海”前景的研究结论是：

- OpenAI、Anthropic 通过战略合作形式，将大量 Capex 压力转移至云服务商合作伙伴，因此两家公司的计算费用是美股科技巨头 Capex 的领先指标。2026 年伴随两家公司“货币化”能力的提高、持续斥巨资投入计算费用，美股科技巨头基本完成全年 Capex 计划的概率相对较高，这也符合近期“部分超大规模云服务商上调 Capex→公司股价暴跌”的市场定价现实。综合“AI 对宏观经济的

负面影响尚未明确体现”分析，“AI 出海”的前景今年大概率不会逆转。

- 但是，美国科技巨头的“Capex 通胀”正在引发市场越来越多的担忧。参考 AI 硬件的折旧年限测算，如果只依赖“AI 工具订阅”，那么自 2024 年至 2033 年，美国 4 大云服务商每年需要额外获得超过 908 亿美元的营收才能实现 10% 的 IRR 水平，相当于每名 Netflix 订阅用户均订阅“AI 工具”且付费标准是当前“Netflix 含广告标准版”的 2.59 倍，这可能是相当难以实现的。
- 综合分析，如果无法获得本文表 3 测算的增量收入，即使不在 2026 年，美国科技巨头的 Capex 增速也有可能在 2028 年底之前迎来拐点。因此从中期关注方向看，一些已经被“爆炒”的“AI 铲子股”可能已经充分计价了行业增长预期，AI 应用场景拓展与技术进步带来的其他细分领域“小而美”主体反而更值得关注，例如 AI 的下游应用场景公司、另类数据公司、英伟达下一代芯片的供应链主体等。

图26: AI 的宏观影响可能在部分领域已初步体现，但未来仍需进一步验证



数据来源：Zillow，东吴证券研究所

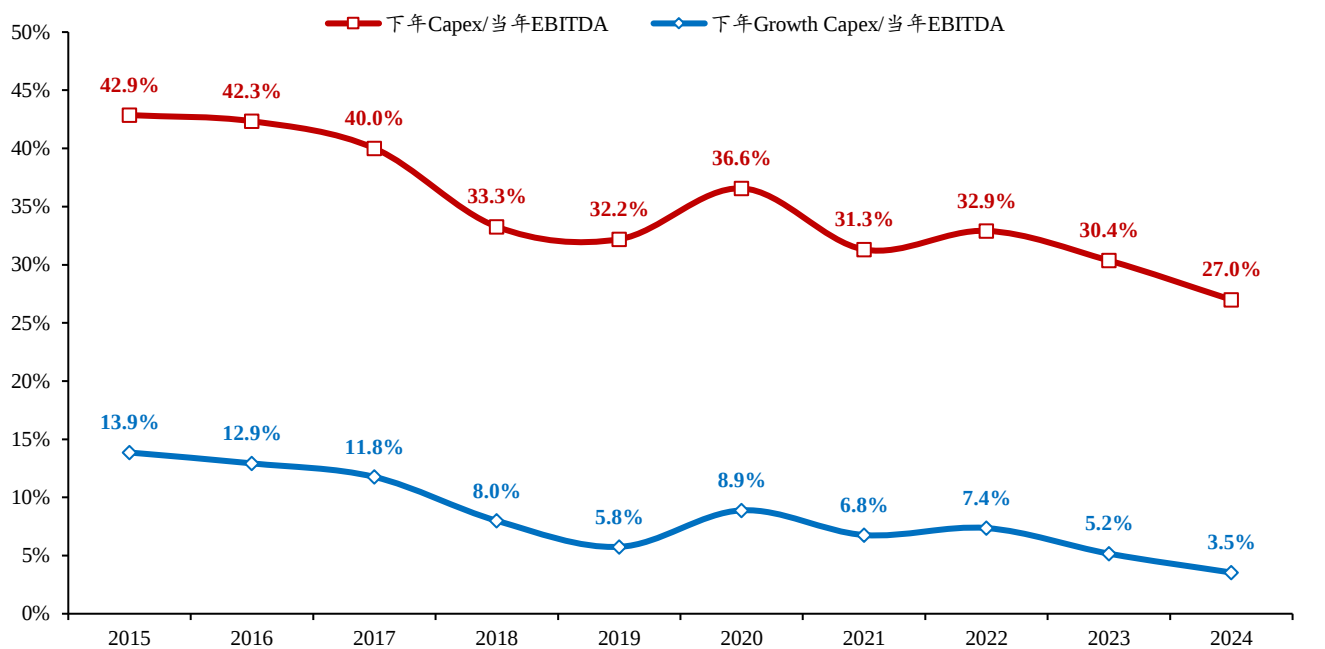
3.3. 能够估算 2026 年“成长性 Capex”吗？

考虑到上文我们已经论证了近期 A 股投资人情绪尚未进入“悲观”区间，同时“AI 出海”前景今年大概率不会逆转，因此我们认为今年大概率仍将延续图 9 所展示的 2025 年报披露后 A 股市场趋势——“奖励”高成长性 Capex。接下来尚未回答的问题是：如何预估“2026 年报上市公司成长性 Capex”？

理论上，盈利表现决定了上市公司进行资本开支的能力，而“当前 WACC 与未来预期 ROIC”的权衡决定了进行资本开支的意愿。在“能力”方面，实证检验表明，A 股上市公司的“当年 EBITDA”对“下年 Capex”有较强的因果关系。通过对 2015 年

至 2025 年 EBITDA、Capex、成长性 Capex 数据均可得的 1948 家 A 股上市公司（已按照“下年 Capex/当年 EBITDA”、“下年成长性 Capex /当年 EBITDA”分别进行 10%和 90%的两侧缩尾）的因果检验，我们发现当年 EBITDA 对下年 Capex 存在较为显著的预测关系，但当年 Capex 对下年 EBITDA 没有预测能力；此外，当年 EBITDA 对下年成长性 Capex、当年成长性 Capex 对下年 EBITDA 均没有预测能力。

图27：自 2020 年至 2024 年，A 股样本公司“下年 Capex/当年 EBITDA”持续下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从经济角度理解，EBITDA 一方面为企业提供了支撑 Capex 的内生资金来源，另一方面 EBITDA 增长也验证了企业现有业务的发展前景。

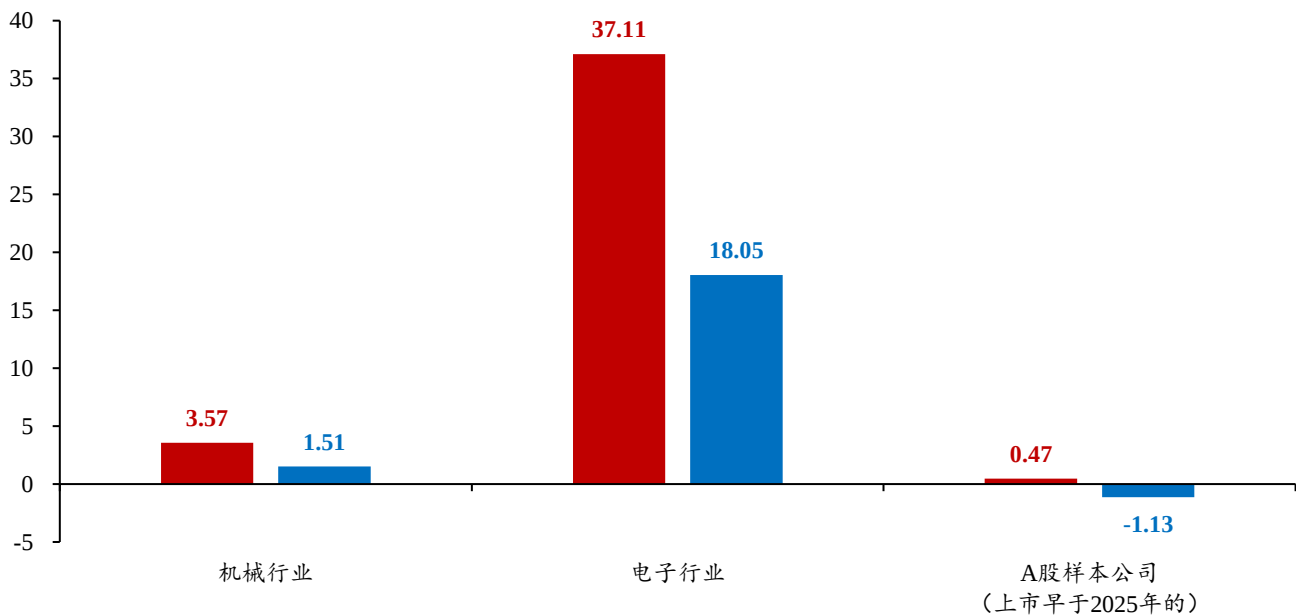
但考虑到，从“下年 Capex/当年 EBITDA”指标看，自 2015 年至 2025 年该指标整体呈下降趋势，尤其是最近一期数据已跌至历史较低水平——“2025 年 Capex/2024 年 EBITDA”不足 30%、“2025 年成长性 Capex/2024 年 EBITDA”不足 5%。因此，在“意愿”方面，我们认为“自下而上”的上市公司调研仍是估计今年 A 股上市公司成长性 Capex 的最优先路径，纯账面财务数据测算结果只能用作辅助。

在此处，我们只能参考 2024 年报、2025 年报数据测算当前“2 年滚动 GCR(TTM)”，进而分档“前 1/2”与“后 1/2”，经此筛选出的公司更有可能在 2027 年计算“3 年滚动 GCR(TTM)”时排名靠前。特别需要注意的是，其中部分上市公司同属“东吴证券 5 月十大金股”，例如长川科技、锦浪科技、芯碁微装等。

图28: 电子、机械行业“2年滚动GCR (TTM)”分档为“前1/2”的个股或值得重点关注

相关主体自2026年初至今（5月22日）
 股价涨跌幅（中位数，%）

■ 当前2年滚动GCR (TTM) 分档“前1/2”
 ■ 当前2年滚动GCR (TTM) 分档“后1/2”



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 风险提示

- (1) 对三类 Capex 的区分及测算方法可能不够准确。
- (2) 受制于上市公司财务数据披露详细程度不同, 对 ROIC、EBITDA、D&A 等数据的测算可能不够准确。
- (3) 海外 GFCF 与国内上市公司“Capex + R&D”统计口径并不完全一致, 同比实际增速并非完全可比。
- (4) 对 A 股投资人情绪的刻画方法可能有误; 对美国科技巨头 Capex 趋势可能分析有误。
- (5) 对美国超大规模云服务商的 Capex “边际效用”的测算方法可能不够准确。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>