

传媒行业点评报告

AI 投入进入回报验证期，云厂商率先兑现增长闭环

增持（维持）

2026 年 08 月 04 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 欧子兴

执业证书：S0600525110002

ouzx@dwzq.com.cn

投资要点

■ **云业务加速兑现，AI 投入进入回报验证期：**最新季度（微软 FY26Q4，谷歌/亚马逊/Meta FY26Q2），微软 Azure、AWS 和谷歌云收入分别同比增长 43%/37%/82%，增速全面提升；AWS 和谷歌云经营利润率分别达到 39%和 36%，微软商业 RPO、AWS Backlog 和谷歌云 Backlog 增速亦显著高于收入增速。收入、利润率和积压订单同步上行，表明前期资本开支正加快转化为当期收入、经营利润和未来收入可见度。从需求结构看，AI 需求正由少数前沿模型公司的训练需求向更广泛的企业客户、推理及应用场景扩散，并同步带动计算、存储、网络等传统云资源消费。当前微软、亚马逊和谷歌均表示需求持续超过可用产能，新增产能已获得较强的订单或客户承诺覆盖，供给上线后有望较快转化为收入。整体来看，云厂商已初步跑通“资本开支-算力供给-云收入-利润增长”的商业闭环。

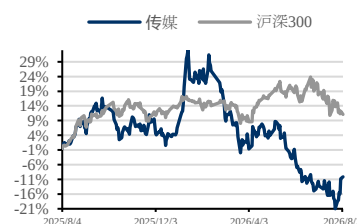
■ **资本开支尚未见顶，自由现金流阶段性承压：**亚马逊、谷歌和 Meta 年内持续上调资本开支指引，微软此次指引下调则主要源于租赁会计口径变化，实际投入节奏并未放缓。当前资本开支扩张已获得云收入、积压订单、内部业务需求及产能缺口的共同验证，且投入结构正更多向 GPU、CPU 和服务器等可较快形成算力的短周期资产倾斜，有望缩短资本投入、容量上线与收入确认之间的时间。受数据中心、服务器和网络设备投入快速增长影响，亚马逊和谷歌 FY26Q2 单季度自由现金流已转负，但四家厂商经营现金流整体仍保持韧性，核心业务具备较强的现金创造能力。由于算力基础设施需先完成采购、建设和部署，再随产能爬坡、客户迁移及利用率提升逐步转化为收入和利润，自由现金流承压更多是扩产周期中的阶段性结果。在需求持续高于供给、订单储备和盈利能力同步改善的背景下，我们预计资本开支绝对额尚未见顶。

■ **多层变现与成本摊薄推动盈利能力持续提升：**云厂商的 AI 变现模式正由底层算力租赁向“基础设施-平台工具-模型服务-应用软件”多层延伸，通过算力、存储、数据库、模型 API、Agent 平台和企业软件等产品形成交叉销售。相较重资产的 IaaS 业务，PaaS 和 SaaS 能够在既有基础设施上叠加收入，提升单位算力的收入密度和客户全生命周期价值。成本端，随着新增数据中心和 AI 集群投产、积压订单转化及资源利用率提升，折旧、电力和运维成本有望得到进一步摊薄；自研芯片、资源调度和推理软件优化也将持续降低单位计算及 Token 成本。目前，头部云厂盈利能力差距逐步缩小，未来利润率仍有进一步提升空间，差异的关键将更多取决于产能利用率、单位算力成本、平台及应用层变现能力。

■ **投资建议：**AI 基础设施投入已进入业绩与回报验证阶段，建议重点关注：1) 云收入、积压订单和利润率同步改善，且具备企业客户基础、自研芯片、资源调度及多层产品变现能力的云厂商；2) 能够通过 AI 持续提升广告推荐效率、用户参与度和商业化能力，内部算力投资回报逐步兑现的互联网平台；3) 受益于云厂商持续扩容，具备技术壁垒和订单可见度的 AI 基础设施环节，包括算力芯片、服务器、光通信、存储和液冷等。

■ **风险提示：**AI 算力及企业应用需求不及预期，资本开支扩张及投资回报不及预期，行业竞争加剧及价格下降风险

行业走势



相关研究

《超节点密集发布，国产算力进入系统级验证阶段》

2026-07-27

《诸侯混战，国模出海——大模型 2026 年中复盘及展望》

2026-07-08

内容目录

1. 云业务增长全面加速，AI 投入进入兑现期.....4

2. 资本开支持续上修，绝对规模尚未见顶5

3. 经营现金流保持韧性，自由现金流阶段性承压7

4. 多层变现拓宽盈利边界，规模效应驱动利润率持续攀升8

5. 投资建议10

6. 风险提示10

图表目录

图 1： CSP 最新季度业绩梳理（微软 FY26Q4，谷歌/亚马逊/Meta FY26Q2）5

图 2： CSP 季度资本开支（亿美元）与同比增速（%）（FY 口径） 6

图 3： CSP 季度经营现金流（亿美元）（FY 口径） 8

图 4： CSP 季度自由现金流（亿美元）（FY 口径） 8

图 5： CSP 云业务经营利润率（%）（FY 口径） 10

表 1： CSP FY2026 CapEx 预期调整历程..... 7

1. 云业务增长全面加速，AI 投入进入兑现期

截至 26 年 7 月末，微软、亚马逊、谷歌及 Meta 均已发布最新季度业绩，云业务增长全面加速。最新季度（微软 FY26Q4，谷歌/亚马逊/Meta FY26Q2），微软 Azure 收入同比增长 43%，较上季度的 40% 进一步提速，FY26 全年收入首次超过 1000 亿美元；AWS 收入达到 422 亿美元，同比增长 37%，增速创近 18 个季度新高；谷歌云收入达到 248 亿美元，同比增长 82%。Meta 虽然尚未形成成熟的对外云业务，但 AI 正在加速其核心广告及内容业务，FY26Q2 广告展示量和平均广告价格分别同比增长 14% 和 12%。从需求结构看，AI 付费主体正由少数前沿模型公司向更广泛的企业客户扩展，企业 AI 基础设施、推理及应用解决方案需求加速兑现，推动云业务进入更广泛的商业化阶段。

云收入加速的同时，利润率和积压订单同步上行，显示 AI 基础设施投入正逐步转化为利润和未来收入可见度。FY26Q2，AWS 经营利润率达到 39.4%，同比提升 6.5pct；谷歌云经营利润率提升至 35.6%，同比提升 14.9pct，规模效应和 TPU 自研芯片成本优势加快释放。订单端，最新季度（微软 FY26Q4，谷歌/亚马逊/Meta FY26Q2），微软商业 RPO、AWS Backlog 和谷歌云 Backlog 分别达到 6780、4960、5140 亿美元，同比增速分别达 84%、154%、385%，显著高于收入增速，为后续云业务增长提供了较强可见度。

产能供给不足仍是当前云业务增长的主要约束。微软表示客户需求持续超过可用产能，FY26Q4 新增约 1GW 容量，并计划未来两年实现整体容量翻倍；亚马逊预计即使将 FY26 资本开支提高至 2200 亿美元仍无法满足全部需求，供给缺口延续至 FY27；谷歌同样处于供给受限状态，并计划通过第三方数据中心补充短期容量。三家云厂商均已形成较强的订单或客户承诺覆盖，新增产能上线后有望较快转化为收入。

从客户与收入结构看，AI 已成为云收入增长的重要驱动力，但传统云业务仍构成收入和利润的基本盘。微软云 FY26 近 90% 的收入来自前沿模型公司以外客户，FY26Q4 商业 RPO 增长也全部由非前沿模型公司贡献，说明 AI 需求正向广泛企业客户扩散；AWS 在承接 AI 原生客户的同时，传统企业云仍保持较强增长，并通过模型托管、自研芯片和算力服务深化与大型客户合作；谷歌云则由大型企业客户与 AI 原生客户共同驱动。此外，AI 也会带动传统云增长。模型训练和推理除直接消耗 GPU 和模型 API 外，还需要计算、存储、网络、数据库、安全等传统云资源。

整体看，云厂商已经跑通“资本开支-算力供给-云收入-利润增长”的商业闭环。最新季度（微软 FY26Q4，谷歌/亚马逊/Meta FY26Q2）CSP 云收入和积压订单全面加速，利润率同步改善，前期基础设施投入正在逐步转化为收入和经营利润。尽管高强度扩容仍将阶段性压制自由现金流，但随着新增产能上线、订单兑现及利用率提升，云厂商有望进一步释放经营杠杆。后续竞争重点将由投入规模转向资本效率，具备更低单位算力成本、更强资源调度能力和更多层次变现路径的厂商，有望获得更高的增长质量和投资

回报。

图1：CSP 最新季度业绩梳理（微软 FY26Q4，谷歌/亚马逊/Meta FY26Q2）

	微软Azure	AWS	谷歌云	Meta
收入	单季绝对收入未披露； 下季度YoY+45% ；FY26收入首次超过1000亿美元，YoY+41%	422亿美元，年化约1690亿美元	248亿美元，年化约992亿美元	/
YoY	+43%	+37%，为18个季度最高	+82%，含首次确认的、交付至客户数据中心的TPU系统销售；该部分金额较小，主要收入将于27年确认	/
利润率	未单独披露，智能云OP Margin 41%	OP Margin 39.4%， YoY+6.5pct	OP Margin 35.6%， YoY+14.9pct	/
CapEx	410亿美元，YoY+69%；公司预计下季度超500亿美元；会计口径调整后，26自然年由1900亿美元调整至1750亿美元	542亿美元，YoY+68%； 将FY26由2000亿美元上调至2200亿美元 ，主因内存等零部件涨价及AI基础设施投入	449亿美元，YoY+100%； 将FY26由1800-1900亿美元上调至1950-2050亿美元；FY27将显著增加	311亿美元，YoY+83%； 将FY26由1250-1450亿美元收窄至1300-1450亿美元
自由现金流	196亿美元，承压相对较小，公司指引FY27全年仍为正	TTM -76亿美元 ，上年同期182亿美元	-59亿美元， 单季度首次转负 ，TTM仍有较厚现金流缓冲	7.84亿美元，YoY-91%
积压订单	商业RPO 6780亿美元，YoY+84%，剔除OpenAI后+25%（包含Azure、M365等）	Backlog 4960亿美元，YoY+154%	Backlog 5140亿美元， YoY+385%	/
产能	客户需求持续超过可用产能 ；本季CPU/GPU集群效率提升叠加新产能提前交付，增量容量在本季内快速变现；单季新增1GW容量，31座新数据中心，全年88座，两年内总容量翻倍	即使CapEx上调至2200亿美元， FY26仍无法满足全部需求；FY27新增产能大部分已被预定，FY28部分产能亦已锁定	明确处于供给受限状态，FY26Q3将扩大使用第三方数据中心作为过渡	非成熟对外云供给方，通过自建数据中心和采购第三方云容量满足需求
客户结构	FY26近90%微软云收入来自 前沿模型公司以外客户 ；本季商业RPO环比增AI业务与自研芯片业务年化收入均超250亿美元，同比均翻倍以上	传统企业云迁移客户与AI客户并重；广泛企业客户与AI原生客户共同增长	以自用为主，对外算力供给处于起步阶段	

数据来源：微软，亚马逊，谷歌，Meta，Bloomberg，财联社，科创板日报，东吴证券研究所

2. 资本开支持续上修，绝对规模尚未见顶

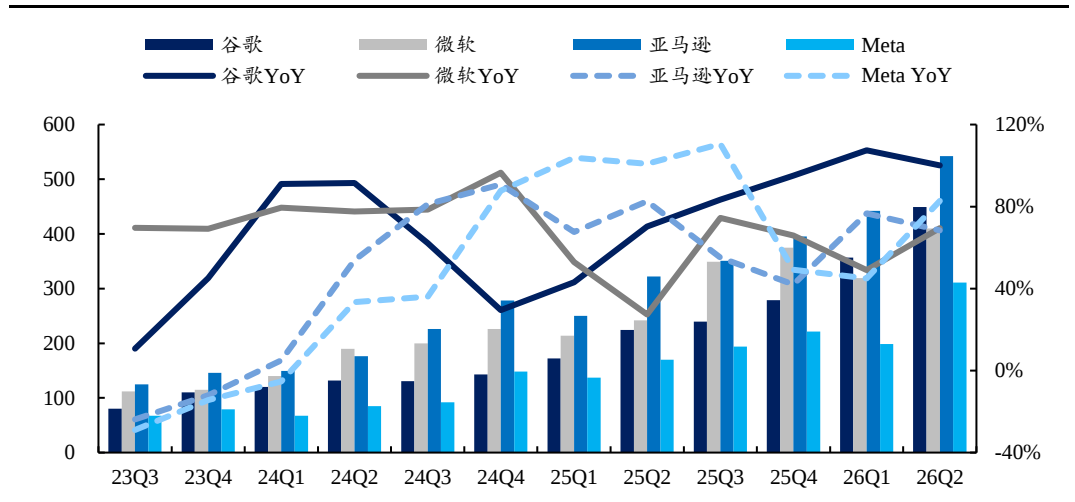
CSP 厂商季度资本开支均已升至历史高位，亚马逊投入规模最大，谷歌和微软紧随其后，Meta 亦明显加速。最新季度（微软 FY26Q4，谷歌/亚马逊/Meta FY26Q2），亚马逊、谷歌、微软和 Meta 资本开支分别达到 542、449、410 和 311 亿美元，增长较快。四家公司资本开支扩张与云收入、积压订单和算力需求同步上行，表明本轮投入并非单纯基于远期预期，而是逐步获得客户订单、内部业务需求及产能缺口验证；其中，微软、谷歌和亚马逊可以通过对外出售算力和云服务直接回收投入，Meta 则主要通过广告推荐、内容分发和自有 AI 产品实现内部变现，同时开始探索企业级 AI 等外部商业化机会。

从全年 CapEx 指引调整路径看，四家公司均未释放实际投资收缩信号。亚马逊于 26 年 2 月首次明确全年约 2000 亿美元 CapEx 投入规模，7 月进一步上调至约 2200 亿美元。谷歌于 26 年 2 月给出 1750-1850 亿美元 CapEx 初始指引，4 月上调至 1800-1900 亿美元，7 月再次提高至 1950-2050 亿美元。Meta 于 26 年 1 月给出 1150-1350 亿美元 CapEx 指引，4 月将区间整体提高 100 亿美元，7 月再将下限提高至 1300 亿美元。微软于 4 月首次量化 2026 自然年 CapEx 约 1900 亿美元，7 月调整至约 1750 亿美元，主要源于租赁会计口径变化，实际建设节奏并未放缓。资本开支调整既反映算力需求和容量交付加快，也受到零部件涨价影响。从已披露的投向结构看，微软 FY26Q3 和 FY26Q4

约三分之二资本开支用于 GPU、CPU 等短周期资产，谷歌 FY26Q2 技术基础设施投资中约 60% 用于服务器，新增投入正更多落到能够较快形成可用算力的计算设备。相较土地、建筑和电力等长周期基础设施，这有望缩短资本开支投入、容量上线和收入兑现之间的时间。

我们认为，CSP 资本开支绝对额尚未见顶。谷歌明确预计 FY27 资本开支将继续显著增加，微软预计后续投入仍将增长，亚马逊表示即使 FY26 资本支出上调至 2200 亿美元仍难完全满足需求，Meta 也提高了 FY26 资本支出指引下限。四家厂商当前均尚未出现主动收缩信号。云收入、利润与订单的同步兑现，验证了 AI 基础设施投资的商业闭环，将增强云厂商继续扩产的意愿和能力。在需求仍高于供给、积压订单持续增长的背景下，我们预计资本开支绝对额尚未见顶；但随着基数抬升、部分长周期基础设施逐步完成建设，资本开支增速可能先于绝对规模见顶。

图2：CSP 季度资本开支（亿美元）与同比增速（%）（FY 口径）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所，微软 FY26Q4 对应其余厂商 FY26Q2，为便于比较，统一调整为 FY26Q2

表1: CSP FY2026 CapEx 预期调整历程

公司	披露时间	调整前口径 (亿美元)	调整后口径 (亿美元)	说明
亚马逊	2026/2/5	/	2000	首次明确 FY26 投入规模, 主要投向 AWS、AI、自研芯片及机器人等业务
	2026/7/30	2000	2200	上调 200 亿美元, 主要受 AWS 和 AI 基础设施需求、内存等零部件涨价驱动
谷歌	2026/2/4	/	1750-1850	首次给出 FY26 指引
	2026/4/29	1750-1850	1800-1900	上下限均提高 50 亿美元, 主要纳入 Intersect 相关投入, 并继续扩大 AI 算力容量
	2026/7/22	1800-1900	1950-2050	上下限均提高 150 亿美元, 云及内部 AI 需求持续超过供给
微软	2025/10/29	FY26 增速低于 FY25	FY26 增速高于 FY25	由 Azure 需求和 RPO 加速驱动
	2026/4/29	FY26 增速高于 FY25	CY26 约 1900	首次量化 CY26 预期, 其中约 250 亿美元来自零部件价格上涨
	2026/7/29	1900	1750	主要源于会计口径调整, 部分数据中心租赁由融资租赁转为经营租赁
Meta	2026/1/28	/	1150-1350	主要支持超级智能实验室和核心业务
	2026/4/29	1150-1350	1250-1450	上下限均提高 100 亿美元, 主要反映零部件涨价, 以及支持未来产能的数据中心投入
	2026/7/29	1250-1450	1300-1450	下限再提高 50 亿美元, FY26 支出落在低位的可能性进一步下降

数据来源: 谷歌, 微软, Meta, 经济日报, 财联社, 财闻, 东吴证券研究所

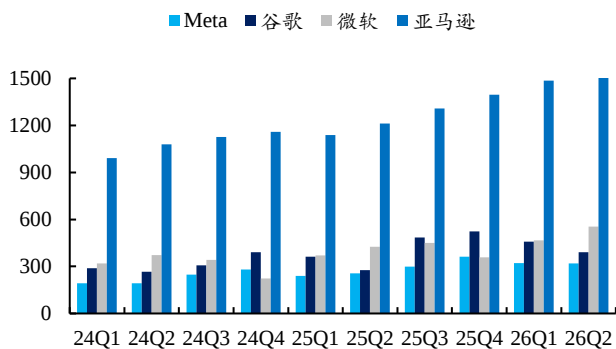
3. 经营现金流保持韧性, 自由现金流阶段性承压

CSP 自由现金流自 2025 年以来普遍承压。FY24Q1-FY26Q2, 四家公司经营现金流整体仍保持上行, 最新季度 (微软 FY26Q4, 谷歌/亚马逊/Meta FY26Q2), 微软、亚马逊、谷歌和 Meta 分别实现约 554、454、391、319 亿美元经营现金流; 但随着数据中心、服务器及网络设备等投入快速增加, 亚马逊和谷歌单季度自由现金流已转负, Meta 接近盈亏平衡, 仅微软仍维持较高正向自由现金流。核心业务仍在持续产生现金, 但新增现金正在被 AI 基础设施投资快速吸收。

自由现金流分化主要反映经营现金流基础、投入强度及变现路径的差异。微软拥有 Azure、Microsoft 365 和 Copilot 等多层收入来源, 经营现金流能够覆盖大部分现金资本开支。亚马逊和谷歌当期资本开支均已超过经营现金流, 数据中心和服务器等容量需要先建设并完成部署, 随后才能随客户使用逐步确认收入, 因此快速扩产阶段容易出现现金流与收入确认的时间错配。

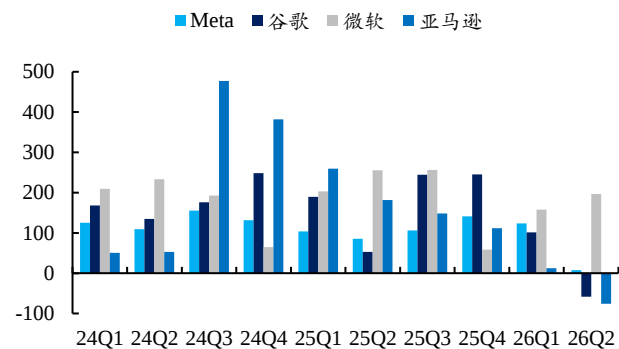
自由现金流承压更应被视为扩产周期中的阶段性结果，而非 AI 投资回报恶化的直接证据。算力基础设施通常需要先完成采购、建设和部署，随后才会随着容量爬坡、客户迁移及利用率提升逐步转化为收入和利润，因此现金流出天然领先于业绩兑现。当前云收入、订单储备与盈利能力均保持增长，且可用产能仍难满足需求，说明资本开支更多是在为已验证的需求提前锁定供给。若订单持续释放，自研芯片和系统优化推动成本下降，短期自由现金流收缩仍可能对应更高的长期回报。

图3: CSP 季度经营现金流（亿美元）（FY 口径）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所，微软
 FY26Q4 对应其余厂商 FY26Q2，为便于比较，统一调整为 FY26Q2

图4: CSP 季度自由现金流（亿美元）（FY 口径）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所，微软
 FY26Q4 对应其余厂商 FY26Q2，为便于比较，统一调整为 FY26Q2

4. 多层变现拓宽盈利边界，规模效应驱动利润率持续攀升

云厂商的 AI 变现模式正由底层资源租赁向“基础设施-平台工具-模型服务-应用软件”多层延伸。基础设施层主要提供计算、存储和网络资源，按照使用量、租用时长或预留容量收费；平台层覆盖数据库、开发工具、安全服务、模型训练及推理平台，通过资源消耗、数据处理量、API 调用量和订阅费变现；上层则进一步延伸至模型 API、AI Agent 及行业应用，并采用 Token、调用量、预置吞吐量或席位等收费方式。目前云厂商推出的 MaaS，核心是将自研及第三方模型封装为标准化云服务，并将模型选择、调用、微调、部署、推理和安全治理整合至统一平台。因此，即使云厂商并不拥有底层模型，仍可通过模型托管、算力供给、API 分发、专属容量及安全治理获取收入，并同步带动数据库、存储、网络 and 开发工具等相关服务消费。随着模型供给持续丰富，企业试用和切换模型的技术门槛有所下降，但数据资产、权限体系、开发流程和应用运行环境将更多沉淀于统一云平台，云厂商有望由此扩大 AI 算力消费、提升单客价值，并进一步增强客户粘性。

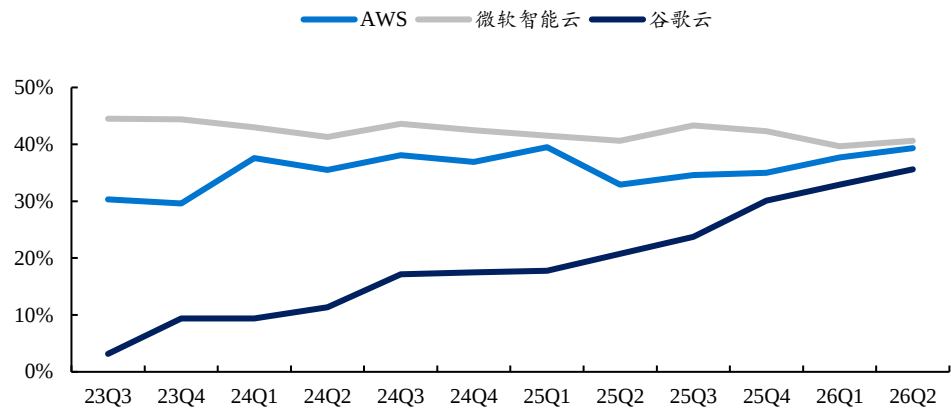
不同变现渠道的盈利属性存在明显差异，云厂商越能向平台和应用层延伸，通常越有能力提高单位算力的收入密度和单客价值。IaaS 本质上是重资产的资源租赁业务，收

入直接受到服务器规模、资源利用率和租赁价格约束，同时需要承担设备折旧、电力、网络及运维成本。相比之下，PaaS 和 SaaS 能够在既有基础设施上继续销售数据库、安全服务、开发工具和企业软件，新增收入对应的增量硬件投入通常相对较低。MaaS 处于基础设施与应用之间，通过统一接入自研及第三方模型，向客户提供模型调用、微调、部署、推理和安全治理服务，既可按照 Token、调用量或预置吞吐量直接收费，也能带动底层 GPU、存储、数据库和开发工具的使用。AI 进一步强化了这一多层变现逻辑：云厂商不仅可以出租 GPU 实例，还可以依次叠加模型 API、数据管理、Agent 开发平台及终端应用收费，将底层算力投入转化为多层收入。因此，云厂商长期盈利能力不仅取决于算力规模，还取决于能否打通芯片、基础设施、MaaS、开发平台和应用入口，在控制推理成本和提高资源利用率的同时，持续提升单位算力的收入密度与客户全生命周期价值。

头部云厂商的盈利能力差异主要来自业务成熟度、资源利用率和产品结构。 FY23Q3-FY26Q2，AWS 营业利润率维持在 30%-40%，微软智能云稳定在 40% 左右，谷歌云则由 FY23Q3 的 3% 提升至 FY26Q2 的 36%，三者分别处于成熟业务释放规模效应、云与软件协同经营，以及收入高增长推动利润率快速追赶阶段。FY26Q2，AWS 营业利润率达 39%，同比提升 6.5pct。谷歌云同期经营利润率提升至 36%，反映收入增长、效率改善和固定成本摊薄正在加速转化为经营杠杆。微软的差异化优势更多来自企业软件、数据平台与 Azure 之间的协同变现。微软能够由 Azure 算力进一步延伸至数据库、开发工具、Microsoft 365 和 Copilot，通过云资源使用量、软件席位及 AI 服务形成多层交叉销售，持续提高单个企业客户的收入贡献。整体看，头部云厂商的盈利差距正在逐步缩小，未来差距更多取决于 AI 产能利用率、平台及应用层变现能力，而非单纯的基础设施规模。

未来，云厂商盈利能力仍存在进一步提升空间。一方面，随着新增数据中心和 AI 集群逐步投产，积压订单转化、企业工作负载迁移及推理和 Agent 需求增长，有望推动新增算力快速变现并提高基础设施利用率，使前期投入形成的折旧、电力和数据中心运营成本得到更充分摊薄。与此同时，随着内部产能逐步替代成本相对较高的第三方容量，云业务利润率也有望获得改善。另一方面，自研芯片、高速网络、资源调度及推理软件的持续优化，将降低单位计算和 Token 成本，提高相同资本投入下的可交付算力。在算力供给仍然较为紧张背景下，云厂商也在通过预留容量、长期使用承诺、专属集群和保证吞吐量等方式实施差异化定价。其中，预留实例通常以价格折扣换取客户长期承诺和更高的收入可见度，而专属容量、稳定吞吐量、低时延及完整工具链则可以收取额外费用。

图5: CSP 云业务经营利润率 (%) (FY 口径)



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所, 微软 FY26Q4 对应其余厂商 FY26Q2, 为便于比较, 统一调整为 FY26Q2

5. 投资建议

AI 基础设施投入已进入业绩与回报验证阶段。最新季度 (微软 FY26Q4, 谷歌/亚马逊/Meta FY26Q2), 微软、亚马逊和谷歌云收入增速全面提升, 积压订单与经营利润率同步上行, 表明前期资本开支正逐步转化为收入和经营利润。尽管高强度基础设施投入阶段性压制自由现金流, 但当前 AI 算力需求仍持续高于供给, 新增产能具备较强的订单和客户承诺覆盖, 我们预计云厂商资本开支绝对规模尚未见顶。建议重点关注以下投资方向: 1) 云收入、积压订单和利润率同步改善, 且具备企业客户基础、自研芯片、资源调度及多层产品变现能力的云厂商; 2) 能够通过 AI 持续提升广告推荐效率、用户参与度和商业化能力, 内部算力投资回报逐步兑现的互联网平台; 3) 受益于云厂商持续扩容, 具备技术壁垒和订单可见度的 AI 基础设施环节, 包括算力芯片、服务器、光通信、存储、液冷等。

6. 风险提示

- 1) AI 算力及企业应用需求不及预期风险:** 若模型训练需求放缓, 企业 AI 应用渗透率、付费意愿或推理调用量低于预期, 可能导致云业务增长和新增产能利用率不及预期。
- 2) 资本开支扩张及投资回报不及预期风险:** 云厂商持续扩大数据中心和服务器投入, 若产能扩张速度超过需求增长, 可能导致自由现金流及利润率承压。
- 3) 行业竞争加剧及价格下降风险:** 若云服务、GPU 算力租赁、模型 API 及 AI 应用市场竞争加剧, 厂商可能通过降价、补贴或提高资本投入争夺客户, 进而影响收入增速、利润率和资本回报率。

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>