证券研究报告

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

CSP：云收入增长加速，资本回报成为下一阶段定价核心

证券分析师：张良卫
执业证书编号：S0600516070001
联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn
联系电话：021-60199793
二零二六年十一月十三日

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

- **AI产业链价值兑现由硬件订单向云收入及投资回报延伸，云厂有望成为下一阶段重要受益环节。**AI产业链由应用、模型、云及硬件构成，应用付费与模型调用需求向上游传导，带动算力及云服务消费。硬件厂商在算力建设阶段率先兑现收入，云厂则随着算力交付及使用量增长逐步实现变现。云厂通过算力租赁、模型托管、分销及平台服务参与价值分配，具备多模型供给、客户资源及全栈服务能力的CSP有望受益。
- **推理及Agent应用发展带动AI云与传统云需求协同增长，算力利用率提升有望改善盈利能力。**随着AI推理需求增长及Agent向企业工作流渗透，模型调用量和算力消费增加，同时带动数据库、存储、网络及安全等传统云服务需求，推动客户整体云支出增长。供给端，随着新增算力逐步交付并投入使用，GPU利用率及推理效率提升有望降低单位算力成本，改善云业务盈利能力，推动前期资本投入逐步转化为收入和利润。
- **AI对传统业务的赋能效果出现分化，微软、Meta商业化成效突出，谷歌及亚马逊仍有改善空间。**微软通过Copilot推动软件高端订阅升级及按量计费，Meta借助AI优化广告推荐与投放效率，带动广告展示量及单价增长。相比之下，谷歌AI搜索带动查询量增长，但AI Mode变现效率仍低于传统搜索；亚马逊虽将AI应用于广告及电商场景，但AI带来的增量贡献尚未充分体现。2026Q3谷歌及亚马逊广告收入增速均有所放缓，未来AI能否进一步提升存量业务变现效率，将影响CSP长期盈利能力及资本回报。
- **CSP云收入及积压订单保持高增长，资本回报成为下一阶段定价核心。**2026Q3，Azure、AWS、Google Cloud收入同比增速均较上季度提升，积压订单维持高位，算力需求仍超过可用产能。但随着资本开支扩大，亚马逊、谷歌及Meta单季度自由现金流为负，微软仍保持正向自由现金流。市场关注点逐步从算力投入规模转向产能交付、收入兑现、利润率及自由现金流表现。
- **投资建议：重点关注全栈AI云平台及AI算力产业链。**①全栈AI云平台：海外代表性标的包括微软、亚马逊、谷歌，国内包括阿里巴巴、腾讯；②AI算力产业链：关注GPU、AI服务器、高速网络及存储等具备技术壁垒和订单可见度的龙头企业；③第三方AI云平台：关注具备大客户合同、融资及产能交付能力的Nebius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。

目录



1、整体框架&投资逻辑

2、微软：Azure增长加速，企业AI商业化及现金流优势凸显

3、亚马逊：AWS收入和利润增长加速，CapEx前置压制自由现金流

4、云业务高增长与广告增速放缓并存，关注修复机会

5、盈利预测与投资建议

6、风险提示

整体框架&投资逻辑

AI产业链全景

图：AI产业链示意图



数据来源：东吴证券研究所整理

云与大模型的商业分成机制

- **核心观点：云厂与模型厂的分成比例并不固定，核心议价权来自模型本身的竞争力。模型性能、稀缺性及客户需求决定模型厂能否获得更高分成，而云厂则凭借算力基础设施、客户资源及分发渠道参与利润分配。**
- **1）闭源模型：以渠道分成和算力采购为主。**云厂通过Bedrock、Vertex AI等平台销售第三方模型API，收取渠道费用，模型厂同时向云厂采购训练及推理算力。以Anthropic为例，2025年云渠道销售额约21.6亿美元，支付分销费用约3.51亿美元，对应历史综合抽佣比例约16.3%。
- **2）免费商用开源模型：云厂主要赚取算力及托管收入。**DeepSeek-R1等采用宽松许可证的模型允许免费商业部署，云厂通常无需向模型厂支付授权分成，可通过GPU租赁或自行托管模型、按Token收费实现变现。
- **3）附条件开放权重模型：模型厂凭借模型竞争力争取分成。**开放权重不等于无限制免费商用。月之暗面Kimi K3通过商业授权条款限制大型MaaS平台的免费使用范围，向海外云厂寻求最高30%的收入分成（尚未确认落地）。

表：模型厂与云平台分成案例

模型厂 × 云平台	具体分成方式及口径
Anthropic × AWS、Google（合计）	综合渠道费用率约16.3%（2025年实际）。2025年，Anthropic通过两家云平台实现销售额约21.6亿美元，支付渠道费用约3.51亿美元，按渠道销售额计算。该比例为两家合计有效费率，非各自合同费率；不包含另行支付的算力费用。
Anthropic × AWS Bedrock	AWS获得约50%的模型销售毛利润（媒体报道）。分成基数为Anthropic经AWS销售模型产生的收入扣除在AWS运行模型的推理算力成本后的毛利润。
Anthropic × Google Vertex AI	Claude具体分成比例未披露。据The Information报道，Google一般从合作伙伴软件转售扣除基础设施成本后的净收入中收取20%-30%，但该区间不代表Claude与Google的实际合同费率。
OpenAI × Microsoft	OpenAI向Microsoft支付约20%的收入分成（媒体披露）。属双方整体战略合作分成，而非Azure模型API销售额抽佣。2026年4月修订后，OpenAI继续按原比例支付至2030年，但设置累计支付上限；Microsoft不再向OpenAI支付反向收入分成。
月之暗面Kimi K3 × AWS、阿里云百炼	Kimi K3已在AWS Bedrock及阿里云百炼上线，媒体报道双方开展收入分成合作。月之暗面此前向AWS、Azure及Google Cloud寻求最高30%的K3相关服务收入分成。

数据来源：CNA，The Information，OpenAI，Reuters，DeepSeek，东吴证券研究所

为什么现在值得关注云?

逻辑1：从硬件订单增长，转向云收入与利润兑现

AI产业链受益存在时间差：硬件率先兑现订单，云厂则随算力交付及使用量增长逐步兑现收入与投资回报

第一阶段：算力建设

CSP扩大资本开支，采购硬件设备，核心硬件厂率先确认销售收入

硬件先受益，云厂承担前期投资

第二阶段：算力消费

随着新增算力逐步交付、训练及推理调用量增长，已投运基础设施持续贡献云收入

云收入增长，算力利用率与运营效率有望改善

第三阶段：应用商业化与投资回报

AI深入企业工作流和消费场景，应用付费及使用量增长，带动长期推理和云服务需求

应用商业化支撑持续云消费，云厂投资回报有望逐步改善

逻辑2：模型竞争加剧，云厂具备跨模型需求承接力

模型技术持续迭代，企业对多模型选择及灵活部署的需求增长。大型CSP可同时提供自研、第三方及开源模型，通过模型托管、分销及算力服务获取收入。模型竞争格局或持续变化，但云厂有望持续承接跨模型算力需求。

逻辑3：AI从模型调用向复杂Agent延伸，带动全栈云消费

随着AI从单次问答向多步骤推理、工具调用及自主任务执行演进，Token消耗与推理需求增加，同时带动数据库、存储、网络及安全等配套云服务需求。

逻辑4：算力利用率与运营效率提升，云厂有望释放经营杠杆

随着新增算力逐步交付并转化为收入，GPU利用率及推理效率提升有望改善单位算力成本，推动云厂盈利能力提升。云厂的投资逻辑有望从CapEx扩张进一步延伸至算力变现效率与资本回报改善，但需关注新增折旧及持续资本开支的影响。

逻辑5：内外部算力需求协同，需求韧性强

CSP的算力不仅服务外部客户，也支撑自研模型、AI应用及搜索、广告等核心业务。内外部需求协同有望提升算力配置灵活性，缓冲外部需求波动。

数据来源：a16z，微软，谷歌，亚马逊，Anthropic，东吴证券研究所整理

CSP算力如何分配

图：CSP算力分配方式



表：部分厂商算力分配案例

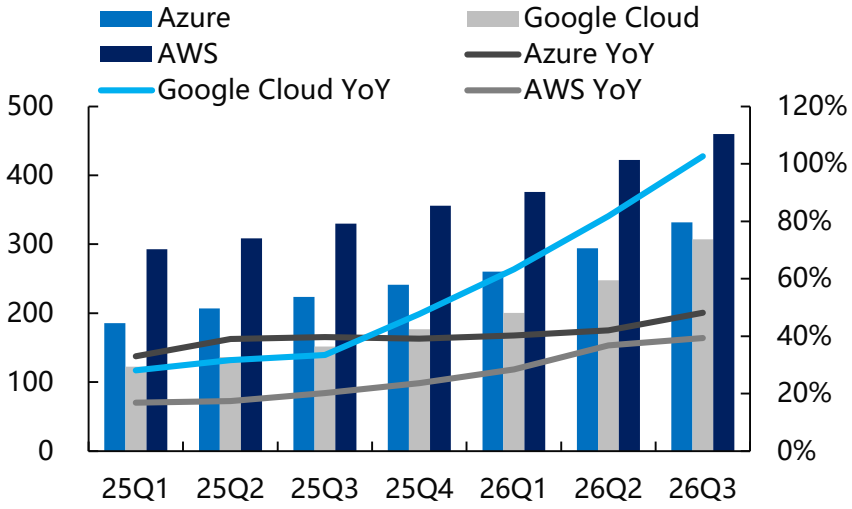
公司	披露时间	内部/外部算力分配	内部主要用途
SpaceX	2026/10/20	**目标内外各50%**，可按月动态调整	Grok、Cursor及自研AI模型与应用
Google	2026/4/22	**2026年谷歌预计略超50%的ML算力投资用于云业务**，其余用于其他业务	Gemini/DeepMind、搜索、广告、YouTube推荐
Microsoft	2026/1/28	**新增算力优先满足自有AI应用及研发需求**，剩余用于Azure	M365 Copilot、GitHub Copilot、模型研发
Amazon	2026/2/5	绝大部分算力面向外部客户，内部占比较小	Rufus、Alexa+、电商推荐、广告及物流
Meta	2026/8/10	**以自有业务及模型研发为核心需求**，探索对外变现	前沿模型训练、广告及推荐算法、Muse
阿里云	2026/3/19	截至2026年3月19日，超60%的平头哥AI芯片用于外部商业客户	千问模型、淘宝天猫、广告及自有AI应用
腾讯云	2026/8/12	**相当大比例新增算力投入自研模型及AI应用**，而非对外出租	混元、元宝、WorkBuddy、微信及广告

数据来源：SpaceX，Google，Microsoft，Amazon，Meta，阿里云，腾讯云，东吴证券研究所整理

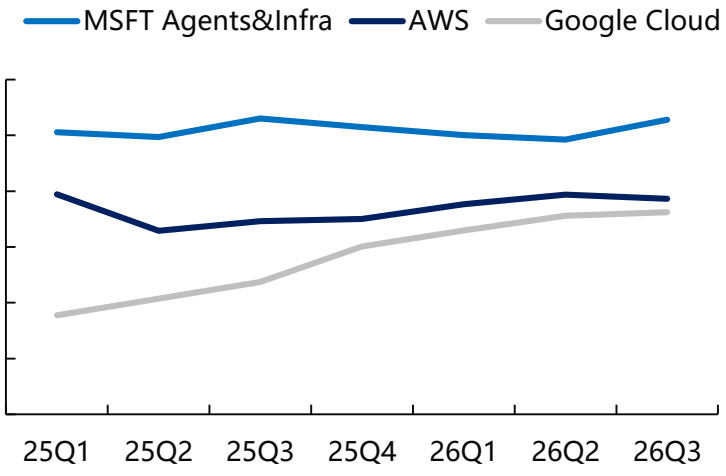
详细经营数据比较

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

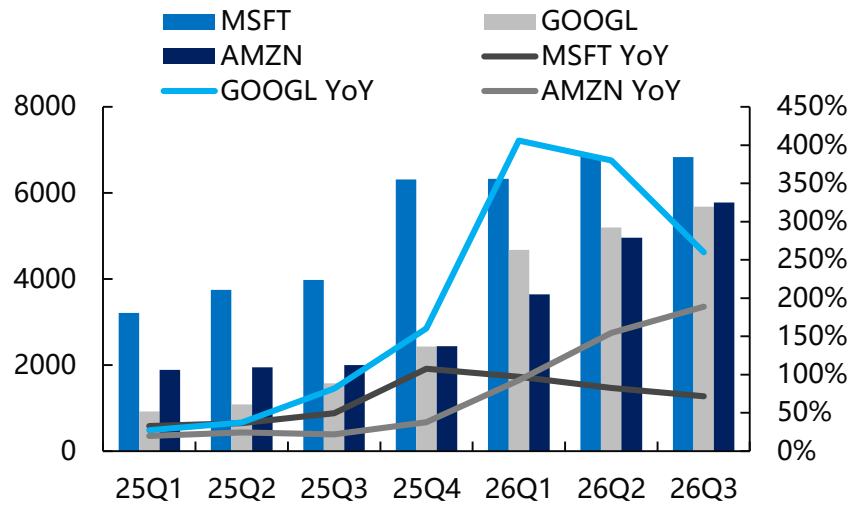
图：CSP云收入（亿美元）与同比增速（%）



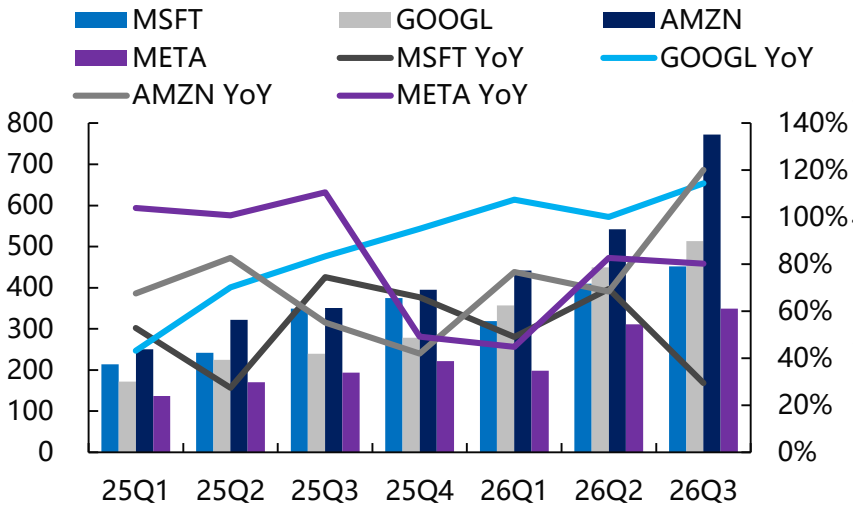
图：CSP云经营利润率（%）



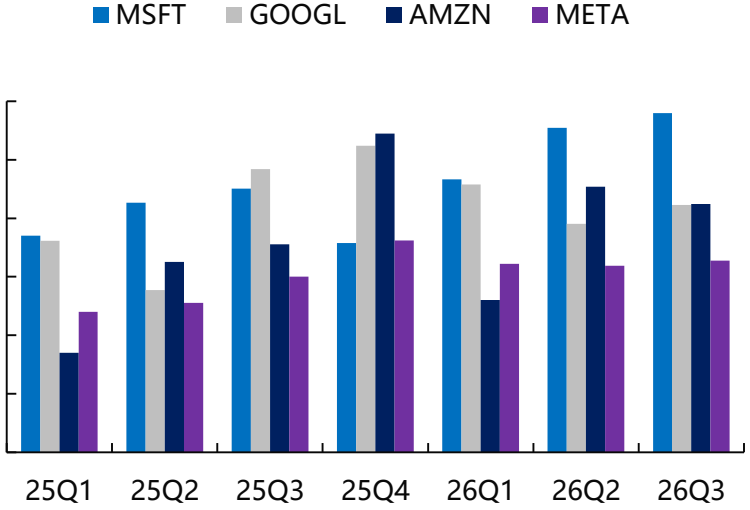
图：CSP积压订单（亿美元）与同比增速（%）



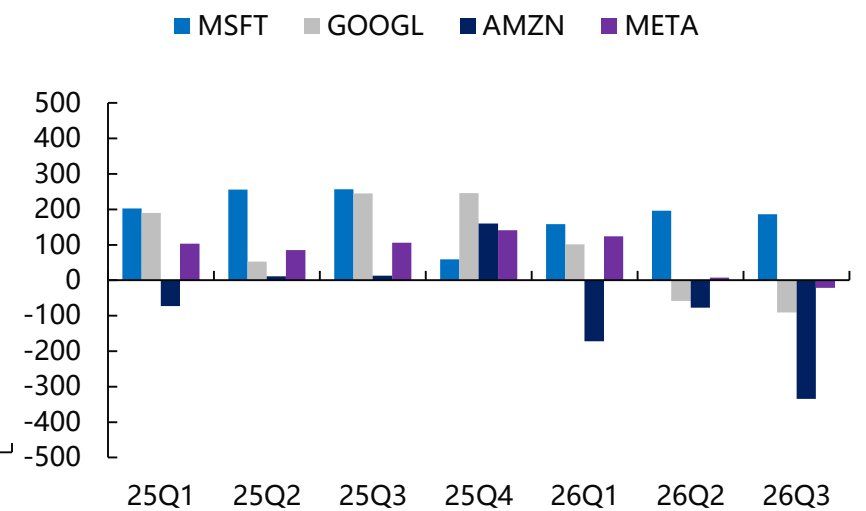
图：CSP资本开支（亿美元）与同比增速（%）



图：CSP经营现金流（亿美元）



图：CSP自由现金流（亿美元）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

注：统一为自然季度口径

核心结论：AI云需求持续加速，现金流压力加大，市场更关注资本回报

- **AI需求持续强劲，算力供给仍是增长瓶颈。**云收入及积压订单持续高增，需求仍超过可用产能，算力交付、电力及数据中心建设进度成为短期收入兑现的关键。
- **算力商业模式分化，收入增长质量更受关注。**Google TPU系统销售贡献增量，AWS推理收入占AI业务一半以上，云厂从单纯扩张算力转向多元变现。
- **AI对传统业务的赋能效果分化。**Meta通过AI优化广告效率，Google搜索查询量增长与收入增速背离，AI搜索变现仍待改善，传统业务现金创造能力的重要性提升。
- **CapEx持续高增，现金流与融资能力成为关键约束。**AWS、Google、Meta单季度FCF为负，2027年投资强度仍可能提升。云厂竞争从算力规模扩张逐步延伸至资金成本、资本回报与现金流兑现。

图：CSP业绩对比

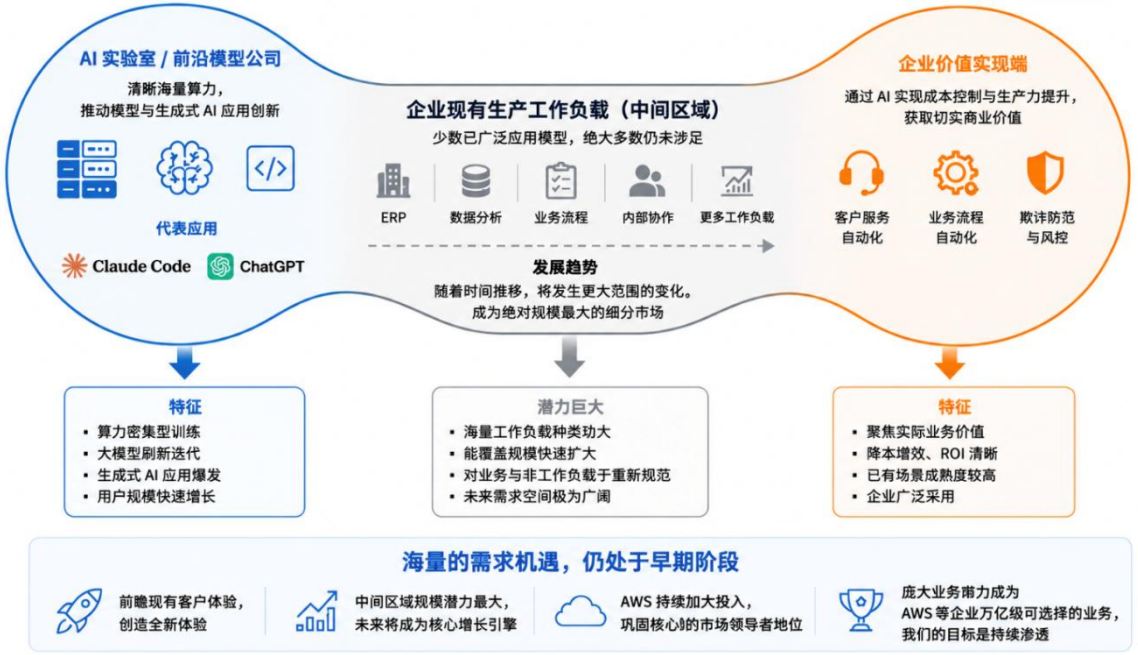
	微软Azure	AWS	谷歌云	Meta
收入	FY27Q1 332亿美元	26Q3 460亿美元	26Q3 307亿美元	/
YoY	**FY27Q1 +48%，环比加速；FY27Q2 固定汇率增速指引49%-50%**	26Q3 **+39%，连续六个季度加速；管理层预计27/28年增速均超过40%**	26Q3 **+103%，环比加速，GCP及TPU系统销售共同驱动**	/
利润率	FY27Q1 未单独披露，Agents and Infra分部OP Margin 52.8%（包含M365等业务）	26Q3 OP Margin 38.7%，**YoY+4.0pct**	26Q3 OP Margin 36.2%，**YoY+12.5pct**	/
CapEx	FY27Q1 452亿美元，YoY+30%，**约75%用于CPU、GPU等短周期资产**；管理层预计FY27Q2超500亿美元；2026自然年达约1700亿美元	26Q3 773亿美元，YoY+120%；管理层**维持26年2200亿美元预期**	26Q3 514亿美元，YoY+114%，**约65%技术基础设施投资用于服务器及网络设备；**管理层维持26 年指引1950-2050亿美元并预计27年显著增加	26Q3 349亿美元，YoY+80%；**26年指引由1300-1450亿美元收窄至1350-1450亿美元**；管理层预计27年继续积极投资
自由现金流	FY27Q1 186亿美元；管理层预测**FY27全年继续为正**	26Q3 -335亿美元	26Q3 -91亿美元，连续两个季度流出，受CapEx、TPU备货及欧盟罚款付款影响	26Q3 -21.2亿美元，**单季度转负**，主要受大规模算力投入影响
积压订单	FY27Q1 商业RPO 6770亿美元，YoY+73%，约30%预计未来12个月确认收入	26Q3 Backlog 5780亿美元，YoY+189%	26Q3 Backlog 5677亿美元，**YoY+260%，**管理层**预计未来24个月确认略超55%**	/
产能	FY27Q1 需求持续超过可用产能，新增24座数据中心，**GB300到货至上线时间环比缩短约20%，部分第三方产能交付延期**	26Q3**约每14秒部署一颗AI加速器，新增产能迅速被客户消化；大型算力订单提前预定，27-28年及部分29年需求可见度较高**	26Q3仍处于供给受限状态，**26Q3末开始接入第三方过渡算力，26Q4逐步扩大使用**	26Q3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	FY27Q1 传统企业与AI原生客户共同驱动，**Foundry客户超12万，收入同比增至3倍以上，使用多模型构建Agent的客户数同比增至5倍**	26Q3 传统云业务与AI需求共同驱动，**推理已贡献AWS AI收入的一半以上**，Bedrock Token调用量同比扩大至近17倍，新增Meta、OpenAI、NVIDIA等合作协议	26Q3企业AI基础设施、AI应用及核心云共同增长，TPU系统销售贡献增量，重要客户接近100家	26Q3以自用为主，对外算力供给处于起步阶段

数据来源：Bloomberg，微软，亚马逊，谷歌，Meta，东吴证券研究所　　注：采用各公司披露口径，不完全可比

需求远超供给，企业需求逐步放量，供给成为关键瓶颈

- **需求持续超过可用产能，算力供给仍是云业务扩张的关键约束。**AWS、Azure及Google Cloud均表示当前客户需求超过可用产能，新增算力上线后较快被客户使用。亚马逊、谷歌预计2027年资本开支进一步提高，微软通过加快数据中心交付及提升GPU利用效率扩充供给。当前算力需求较强，产能交付速度仍是云收入增长的重要约束。
- **AI应用呈现“哑铃型”结构，企业核心工作负载渗透空间较大。**当前算力需求一端来自前沿模型训练及生成式AI应用，另一端来自客服、流程自动化、软件开发等已实现商业化的企业场景；相比之下，ERP、数据分析等复杂企业生产工作负载的AI渗透仍处于早期。随着AI推理能力提升、企业数据与业务流程逐步打通，存量企业工作负载有望成为后续云需求的重要增量。

图：AI采用曲线——显著的哑铃结构



表：最新财季关于云需求与供给描述（亚马逊谷歌26Q3，微软FY27Q1）

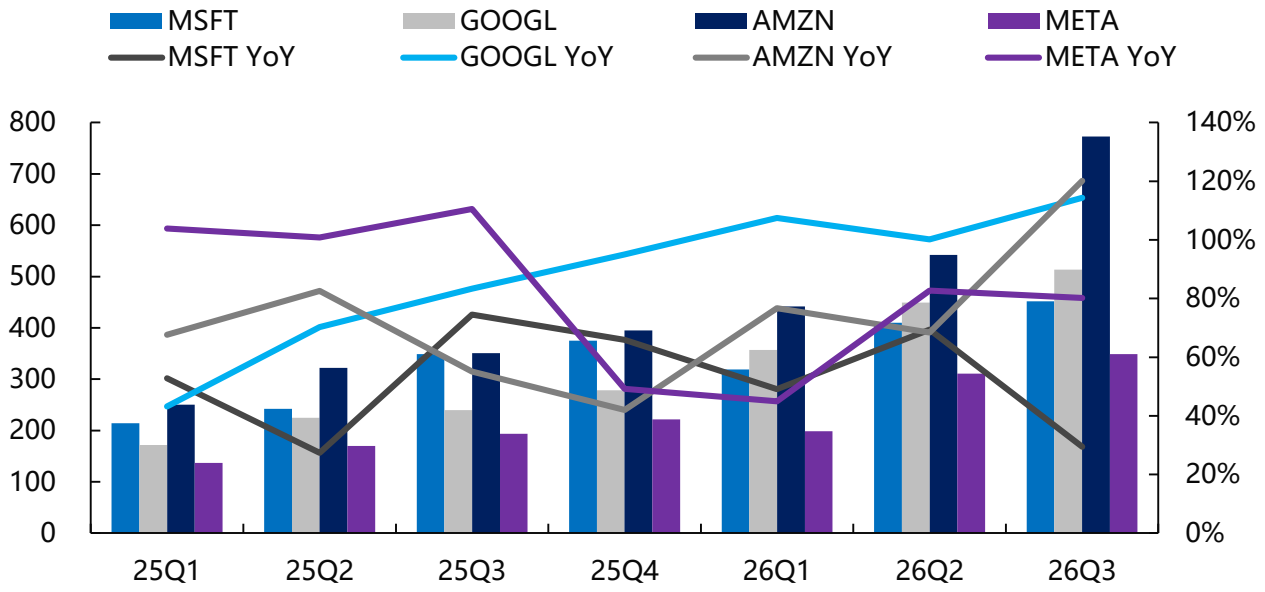
厂商	描述
亚马逊	AWS算力需求仍超过可用产能，新增AI加速器几乎上线即被客户使用；2026年CapEx维持约2200亿美元，预计2027年进一步提高，对2027-2028年大规模客户算力需求已有较高可见度
微软	Azure客户需求仍超过可用产能，FY27Q1新增24座数据中心，GB300上线周期环比缩短约20%；部分第三方算力交付延迟至FY27下半年，继续通过提升GPU利用效率及新增产能满足需求
谷歌	Google Cloud仍处于算力供给受限状态，AI基础设施及TPU系统需求旺盛；Q3末开始使用第三方过渡算力，Q4将扩大使用规模，预计2027年CapEx显著提高以扩充产能

数据来源：微软，亚马逊，谷歌，东吴证券研究所

CapEx规模进一步扩大，算力设备投入占比提升

- **26Q3（微软FY27Q1）CSP季度资本开支进一步扩大，亚马逊、谷歌同比增速超过100%。**2026Q3，亚马逊/谷歌/微软/Meta资本开支分别为773/514/452/349亿美元，同比增长120%/114%/30%/80%。亚马逊单季度投入规模最高，谷歌同比增速超过100%。
- **资本开支集中于AI基础设施，服务器及算力设备投入占比较高。**微软FY27Q1约75%的资本开支投向GPU、CPU等短周期资产；谷歌26Q3技术基础设施投资中约65%用于服务器及网络设备、35%用于数据中心；亚马逊资本开支主要用于AWS基础设施，Meta主要投入AI服务器、数据中心及网络设施。

图：CSP季度资本开支（亿美元）与同比增速（%）



图：CSP资本开支投入结构与用途

公司	投入结构与用途
微软	**FY27Q1 约75%投向GPU、CPU、内存及存储等短周期资产**，其余约25%投向数据中心等长期资产；算力在Azure、Foundry、M365/GitHub Copilot及自研模型之间动态分配，优先满足高价值需求，未披露内外部占比。
谷歌	26Q3技术基础设施投资**约65%用于服务器及网络设备**，35%用于数据中心；2026年计划将略高于一半的机器学习算力投资用于Google Cloud，其余支持Gemini模型研发、搜索、YouTube等内部业务
Meta	26Q3 主要投入AI服务器、数据中心及网络基础设施，服务模型训练与推理、Muse、推荐及广告系统等；以自身产品和AI业务为核心，同时扩展企业AI服务，并采购第三方云算力，未披露具体分配比例。
亚马逊	2026年约2200亿美元现金资本开支中，大部分用于AWS，覆盖数据中心、GPU、Trainium、服务器及网络等基础设施；其余投入零售履约、物流自动化、机器人及Amazon Leo等业务，未披露具体占比

数据来源：Bloomberg，微软，亚马逊，谷歌，Meta，东吴证券研究所

CapEx指引整体稳定，2027年AI基础设施投入计划进一步扩大

- **26年资本开支指引整体稳定，27年AI基础设施投入计划进一步扩大。**26Q3财报中，亚马逊、谷歌维持26年CapEx指引，分别为2200亿美元、1950-2050亿美元；Meta将指引下限上调50亿美元至1350-1450亿美元；微软将2026自然年指引由1750亿美元下调至1700亿美元，主要受第三方算力交付延迟影响。展望2027年，亚马逊、谷歌、Meta均预计资本开支进一步提高。

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2026年投入规模，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
	2026/10/29	2200	2200	维持全年指引，预计2027年投入规模将进一步提高
谷歌	2026/2/4	/	1750-1850	首次给出2026年指引，显著高于市场预期
	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
	2026/10/28	1950-2050	1950-2050	维持全年指引，预计2027年CapEx显著提高
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	首次量化全年预期，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
	2026/10/28	1750	1700	第三方算力交付延迟，部分投入推迟至FY27下半年；预计FY27Q2 CapEx超500亿美元
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，全年支出落在低位的可能性进一步下降
	2026/10/21	1300-1450	1350-1450	下限再提高50亿美元，继续投入AI训练、推理及核心业务基础设施，2027年仍计划扩大投资

数据来源：微软，亚马逊，谷歌，Meta，东吴证券研究所

模型：战略中心向多模型平台倾斜，同时推进自研模型迭代升级

- **对于大多数云厂商而言，建设一个完善的多模型集成平台可能是更稳健、更可持续的成功路径，尤其是在模型能力快速商品化、客户需求多样化的趋势下。**
- **为什么平台>自研模型？1）客户需求多样化：**企业客户不会只使用一个模型，而是根据任务复杂度、成本、安全等要求选择不同模型，避免单一模型绑定；**2）模型价格竞争激烈，利润向平台转移：**云厂商通过模型路由编排层，可以将不同任务分配给最合适的模型，从而降低客户成本，同时自身从算力、存储、Agent沙箱等环节获利；**3）自研模型领先的代价高，且优势未必持久：**拥有顶尖自研模型需要巨大的算力和研发投入，且模型迭代速度极快，领先优势可能被迅速追赶，不如构建开放平台更具性价比。
- **自研模型的意义是什么？**1）拿回模型层利润，提升定价权；2）降低海量内部AI应用成本；3）形成模型、数据和应用闭环；4）提升战略自主与供应链安全。

表：CSP最新自研模型进展

公司	最新自研模型进展	模型平台及已提供的主要模型
Microsoft	MAI Code Flash已在GitHub Copilot覆盖300万用户，MAI Cyber承担MDASH超40%的代码扫描任务，单次成本降低18%。FY27Q1 Foundry客户超12万，收入同比增至3倍以上；多模型Agent客户数同比增长5倍，开源模型收入同比增长10倍。	OpenAI GPT系列、Anthropic Claude、xAI Grok、DeepSeek、Kimi、GLM、Llama等。
Google	Gemini 4 Argon强化推理、编程及Agent能力，Gemini 4 Carbon进一步拓展复杂任务能力。26Q3自研模型API Token处理量达近320亿/分钟，环比+40%、同比超4倍；Gemini 4 Argon首周使用量爬坡速度达Gemini 3同期的3.5倍。	自研Gemini、Gemma、Veo；第三方包括Anthropic Claude、OpenAI GPT系列、Grok、DeepSeek、Llama、Mistral等。
Amazon	Nova 2 Lite/Pro覆盖通用推理及复杂任务，Nova 2.5 Sonic强化实时语音交互，Nova Forge支持模型定制。2026Q3 Bedrock Token处理量同比近17倍，Fortune 500客户支出同比近7倍；AgentCore的Q3 Agent部署量超过此前三个季度合计的2倍。	自研Nova、Titan；第三方包括Anthropic Claude、OpenAI GPT系列、DeepSeek、Kimi、Grok、GLM、Llama、Mistral等。
Meta	推出Muse Spark、Wonder等模型，覆盖复杂推理、Agent及多模态任务，并通过Meta AI、Muse Code等产品推动应用。Muse上线初期在美国及加拿大吸引超1000万用户，Meta AI人均互动量较4月翻倍；拓展企业模型API及Agent服务。	主要部署自研Muse系列模型，尚未形成第三方多模型公有云平台。

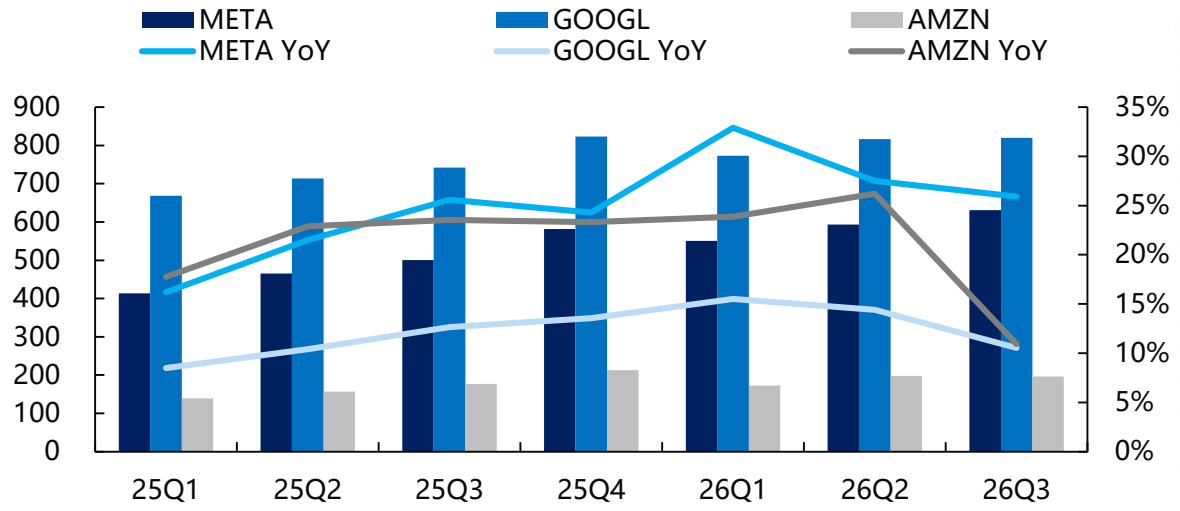
数据来源：微软，亚马逊，谷歌，Meta，东吴证券研究所

AI对传统业务的赋能效果分化：Google AI搜索变现仍待改善

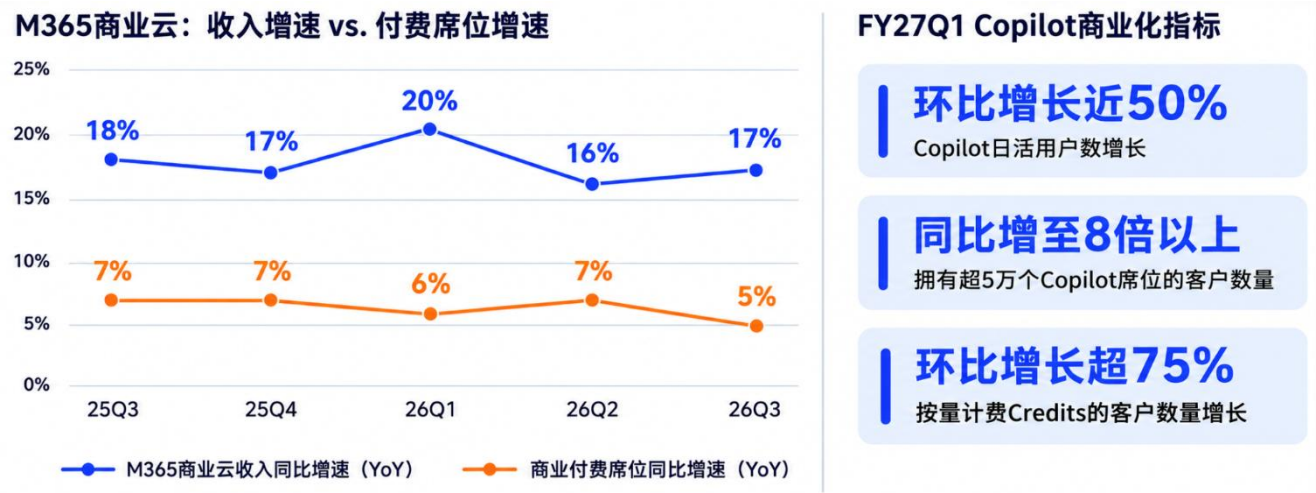
东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **Meta：AI优化广告推荐及投放效率，广告收入维持较快增长。**26Q3广告收入同比+26%，广告展示量同比+10%、平均单价同比+14%。AI推荐及广告模型升级改善用户参与度和广告投放效果，带动广告变现效率提升。
- **Microsoft：Copilot推动SaaS高端订阅升级及按量计费。**FY27Q1 M365商业云收入同比+17%，高于商业付费席位增速（同比+5%），收入增长主要由高端订阅升级及ARPU提升驱动；Copilot日活用户环比增长近50%，超5万席位的大客户数量同比增长至8倍以上，按量计费客户数量环比增长超75%。
- **Google及Amazon：广告收入同比增速放缓，AI商业化贡献尚未充分体现。**26Q3 Google、Amazon广告收入分别同比+10.6%、+10.9%，同比增速均较2026Q2放缓；Google搜索查询量增长与广告收入增速出现背离，AI搜索变现效率仍待验证；Amazon已将AI应用于广告及电商场景，但尚未单独披露AI带来的增量收入，季度广告收入同比增速亦受到Prime Day错期等因素影响。

图：CSP广告收入（亿美元）与同比增速（%）



图：微软M365商业云收入与付费席位增速及Copilot商业化进展



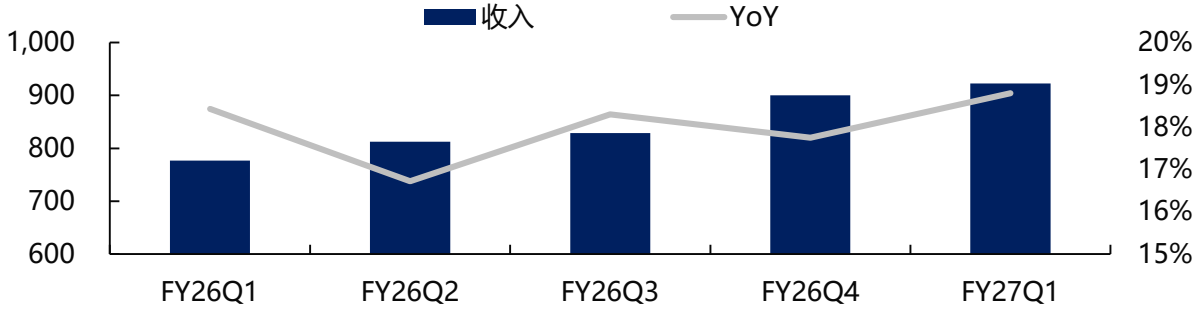
数据来源：Bloomberg，微软，亚马逊，谷歌，Meta，东吴证券研究所

微软：Azure增长加速，企业AI商业化及现金流优势凸显

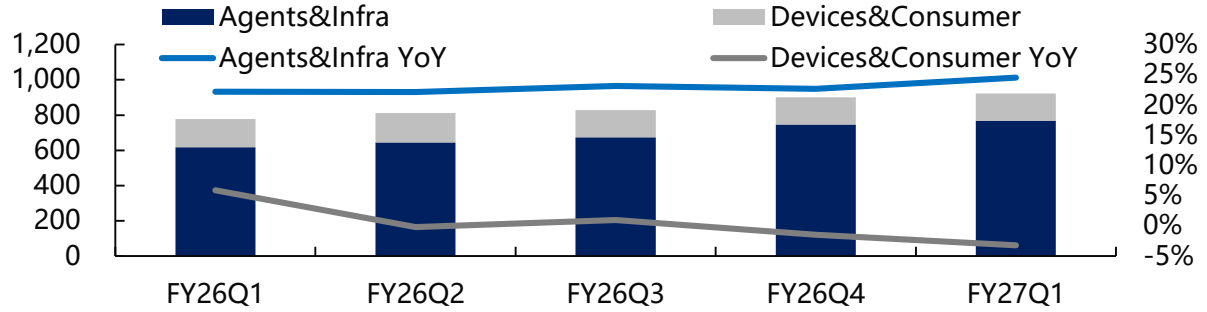
FY27Q1收入增速小幅提升，盈利能力保持稳健

- **收入端：Azure与M365驱动集团增长，传统终端业务形成拖累。**FY27Q1集团收入同比+19%，其中Agents&Infra收入同比+25%，主要受Azure收入同比+48%、M365商业云收入同比+17%驱动。Azure增长受AI算力需求旺盛、GPU利用效率及CPU闲置产能变现改善推动；Devices&Consumer收入同比-3%，主要受Windows OEM及设备业务下滑拖累。
- **利润端：经营利润率同比改善，Non-GAAP净利润维持增长。**FY27Q1经营利润同比+21%，经营利润率同比+0.9pct至49.8%，Azure收入占比提升对集团毛利率形成一定压力。FY27Q1 Agents&Infra经营利润率同比持平于53%，Devices & Consumer经营利润率同比+2pct至35%；Non-GAAP归母净利润同比+18%，GAAP归母净利润同比+32%，后者增速较高主要受OpenAI投资损益同比改善影响。

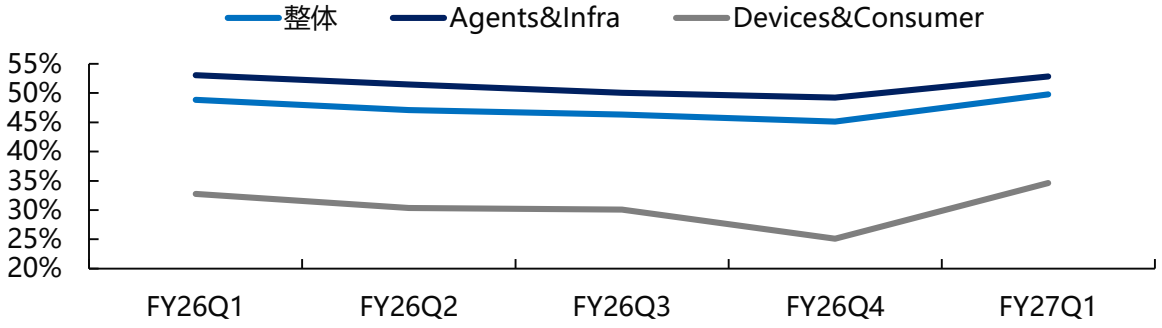
图：公司整体收入（亿美元）与同比增速（%）



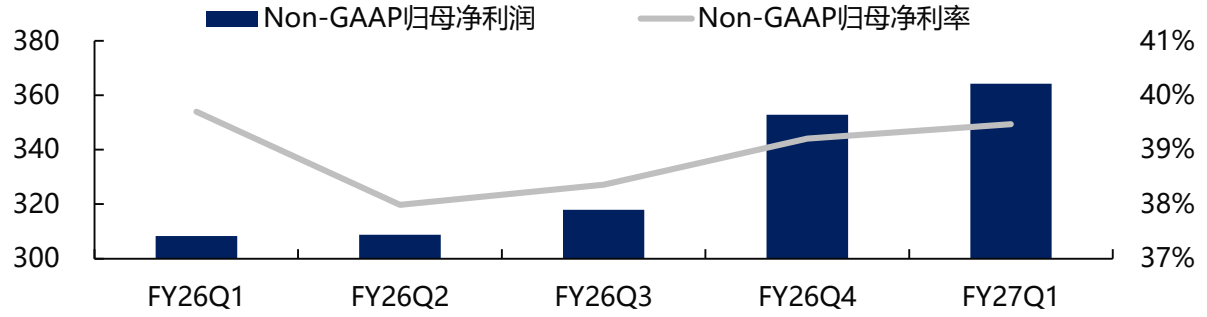
图：公司分部收入（亿美元）与同比增速（%）



图：公司整体与分部经营利润率（%）



图：公司Non-GAAP归母净利润（亿美元）与归母净利率（%）

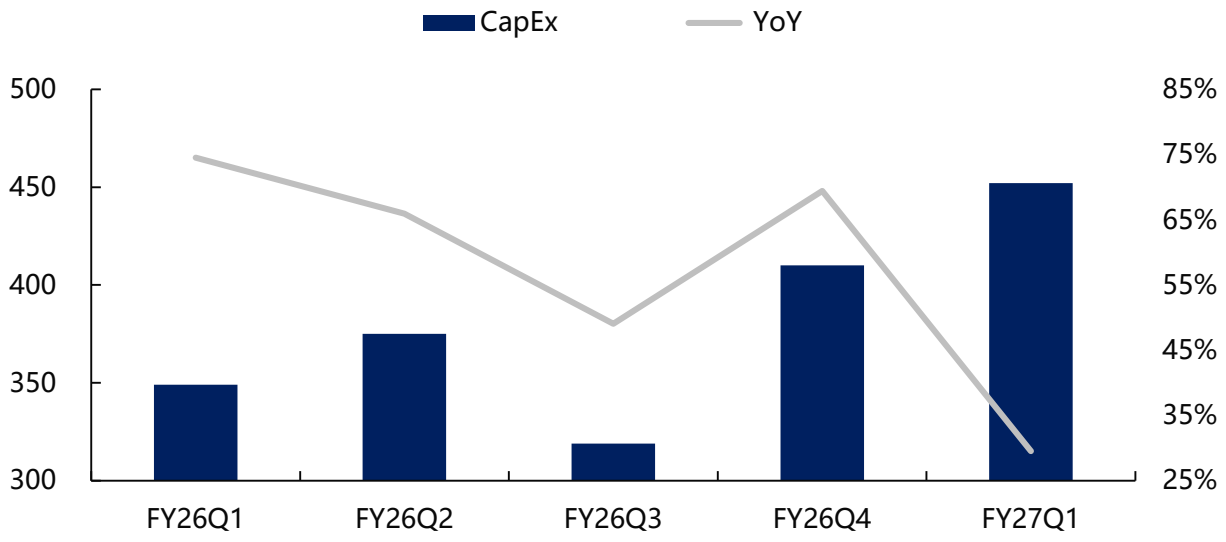


数据来源：Bloomberg，微软，东吴证券研究所

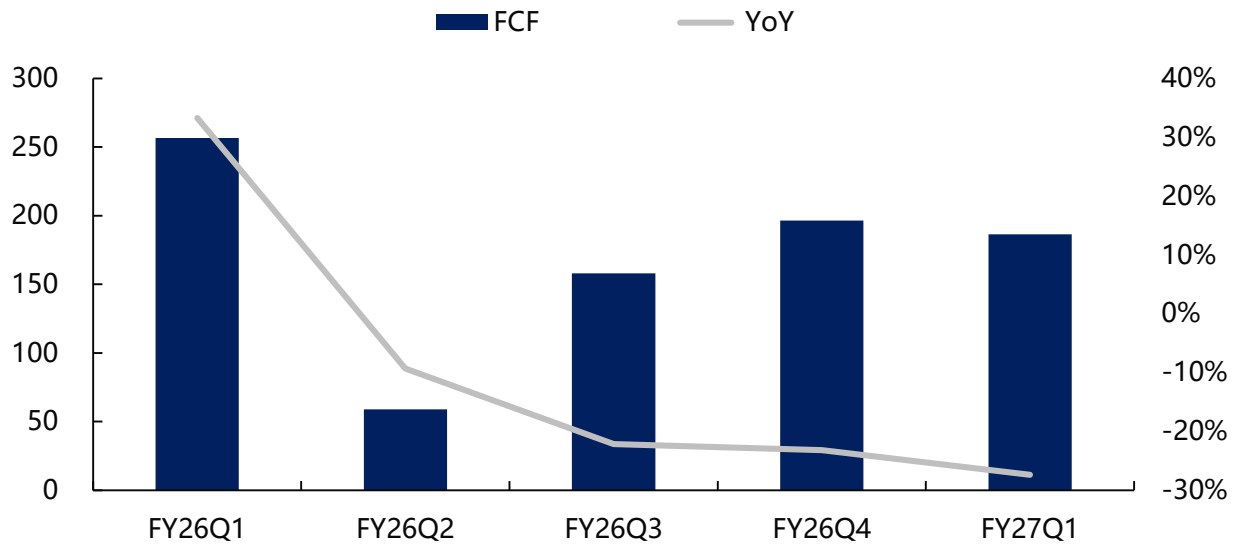
资本开支持续扩大，第三方算力交付延期影响全年指引，现金流维持为正

- **资本开支：算力投入持续扩大，第三方算力交付延期影响全年指引。**FY27Q1 CapEx达452亿美元，YoY+30%、QoQ+10%，其中约75%投向CPU、GPU、内存及存储等短周期资产；新增融资租赁74亿美元。公司预计FY27Q2 CapEx超500亿美元，2026自然年CapEx指引由1750亿美元下调至1700亿美元，主要受第三方算力交付延期影响，部分交付推迟至FY27下半年，届时资本开支预计进一步加速。此外，公司自FY27起将数据中心及办公楼预计使用年限由15年延长至25年，使部分新增数据中心租赁由融资租赁转为经营租赁，影响CapEx统计口径。
- **现金流：经营现金流保持增长，自由现金流同比下降但维持为正。**FY27Q1经营现金流580亿美元，YoY+29%，主要受云业务账单及回款增长驱动；自由现金流186亿美元，YoY-27%、QoQ-5%，主要受现金资本支出增加影响。公司预计FY27全年自由现金流维持正值，并可通过租赁及债务融资等方式补充资金，保持财务灵活性。

图：微软CapEx（亿美元）和同比增速（%）



图：微软自由现金流（亿美元）和同比增速（%）



数据来源：Bloomberg，微软，东吴证券研究所

Copilot产品能力持续升级，用户活跃与企业付费需求快速增长

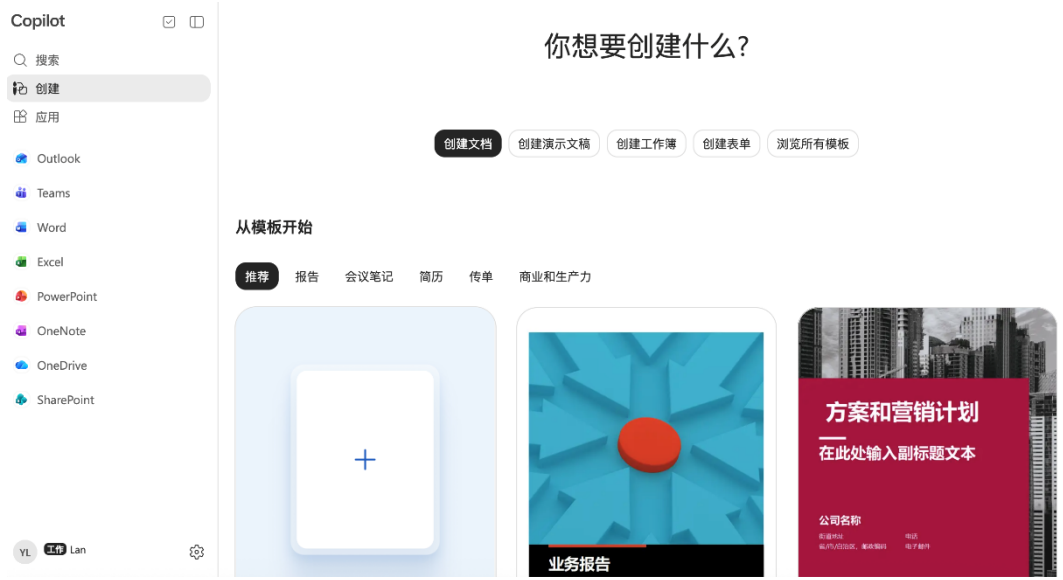
东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **产品升级：打造统一AI工作入口。**2026年9月发布新版Copilot，整合Chat、Cowork、Autopilot和Code四大能力，集成Word、Excel、PowerPoint等Office应用；90%的Copilot查询采用Auto模式，根据任务需求自动选择AI模型，兼顾质量、速度及成本。
- **用户活跃：使用规模及任务量快速增长。**FY27Q1 Copilot日活用户环比增长近50%、同比增长超5倍，用户满意度环比改善近20%；截至10月28日业绩会，自动执行任务数量较7月接近翻倍。
- **企业渗透：大型客户采购规模持续扩大。**FY27Q1拥有5万个以上Copilot席位的客户数量同比增至8倍以上；大众汽车计划向超33万名员工部署Copilot。整合Copilot、E5、Entra及Agent 365的Microsoft 365 E7套件已获得数千家企业客户采购。
- **收费模式：按席位订阅与按使用量计费并行。**截至2026年11月9日，Microsoft 365 Copilot企业版官网标价30美元/用户/月（按年付费）；Cowork、Code、Autopilot等高级Agent能力按Credits使用量计费。FY27Q1采用按量计费且实际消耗Credits的Copilot客户数量季度内增长超75%。

图：整合对话、协作、自主执行与编程能力，打造统一AI工作入口



图：Copilot界面

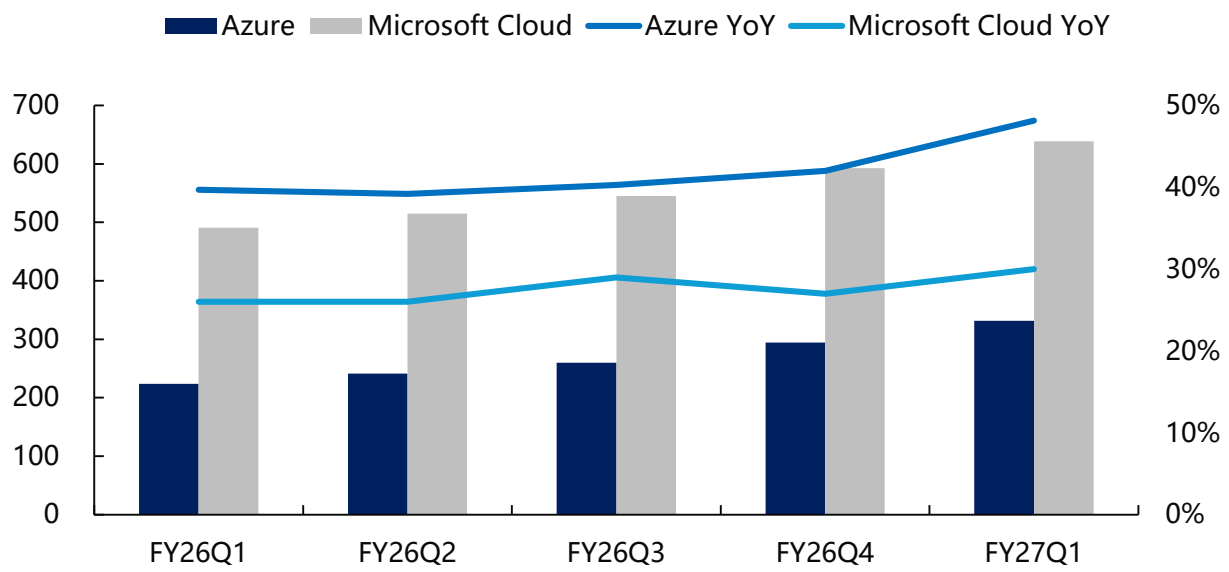


数据来源：Bloomberg，微软，东吴证券研究所

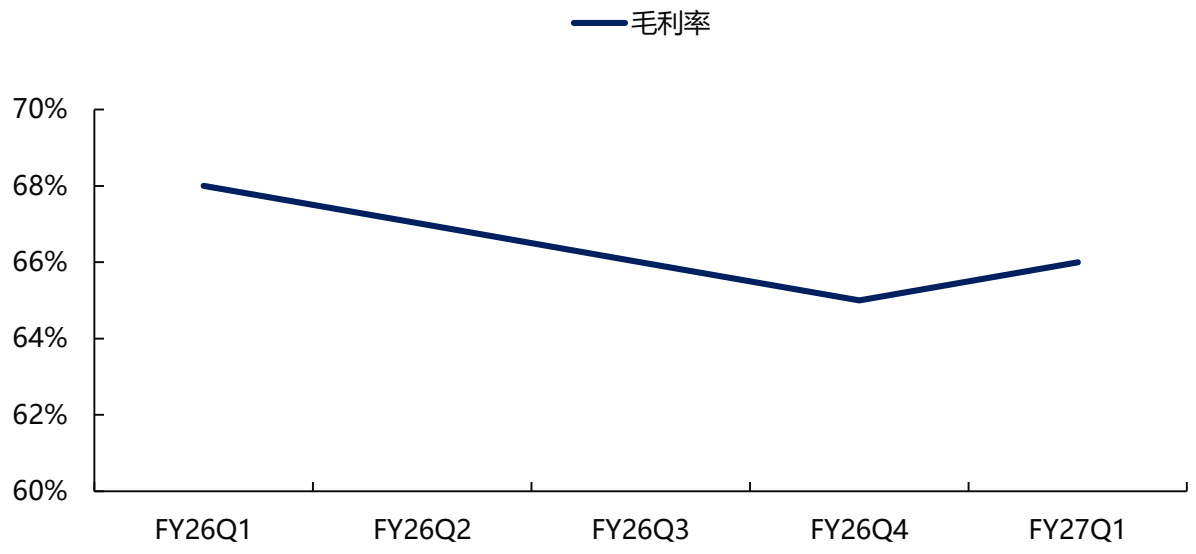
Azure增长持续加速，OpenAI单季贡献百亿美元收入

- **营收：Azure增速超预期，OpenAI收入贡献显著。**FY27Q1 Azure收入331.65亿美元，同比+48%，较上季度加速6pct；OpenAI商业合作收入达100亿美元，占集团收入约11%，包含收入分成等；Foundry收入增至上年同期3倍以上，GPU利用效率改善、Token价格超预期及闲置CPU产能变现共同推动Azure增长。FY27Q2 Azure收入固定汇率增速指引49%-50%，进一步加速。
- **利润：云毛利率环比回升，收入结构变化仍形成压力。**FY27Q1 Microsoft Cloud毛利率66%，同比-2pct，主要受收入结构向Azure倾斜影响。公司指引FY27Q2 Microsoft Cloud毛利率约65%，同比-2pct、环比-1pct，产品层面效率改善仍不足以完全抵消收入结构变化的影响。

图：Azure和微软云营收（亿美元）和同比增速（%）



图：微软云毛利率（%）

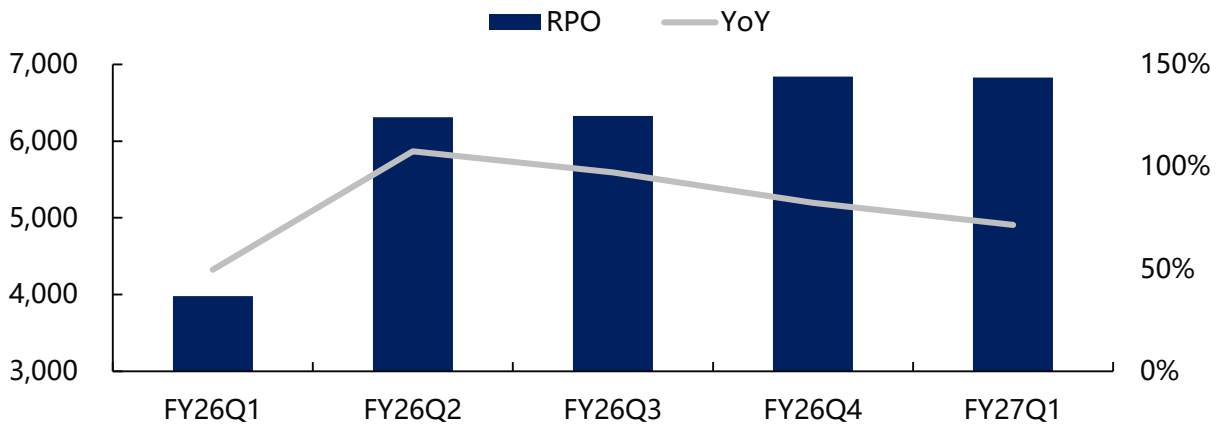


数据来源：Bloomberg，微软，东吴证券研究所

订单能见度持续提升，AI需求由前沿模型向企业客户扩散

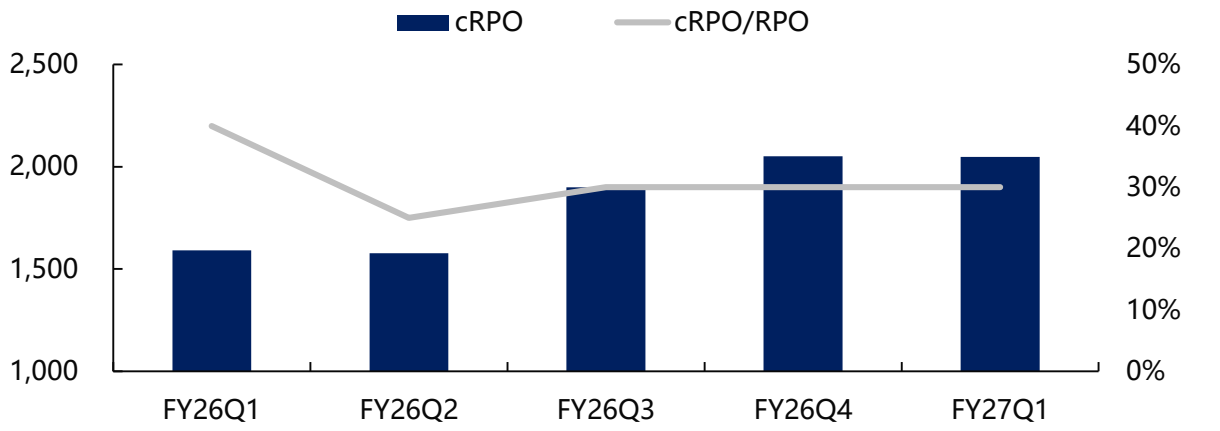
- **积压订单：商业RPO维持高增长，短期收入可见度提升。**FY27Q1微软总RPO达6830亿美元，同比+72%；其中商业RPO达6770亿美元，同比+73%，平均合同期限约2.3年；约30%的RPO预计在未来12个月确认收入，对应约2049亿美元，同比增长29%；其余70%预计在12个月后确认，对应金额同比增长98%。FY27Q1商业Bookings同比下降12%，主要受上年同期大型Azure合同的高基数影响，但仍新增大型Azure承诺合同，商业RPO维持高位。
- **需求与供给：企业AI应用持续扩散，算力需求仍超过可用供给。**FY27Q1 Foundry客户数超过12万家，收入增至上年同期3倍以上，使用多模型构建Agent的客户数同比增长5倍。供给端，FY27Q1新增24座数据中心，主要区域GB300从到货到上线的周期环比缩短约20%；部分第三方GPU算力交付推迟至FY27下半年。公司表示客户需求仍超过可用产能，持续通过基础设施扩张及CPU/GPU利用效率改善提升算力供给。

图：微软RPO（亿美元）和同比增速（%）



图：微软cRPO（亿美元）和占比（%）

注：cRPO根据公司披露RPO占比估算



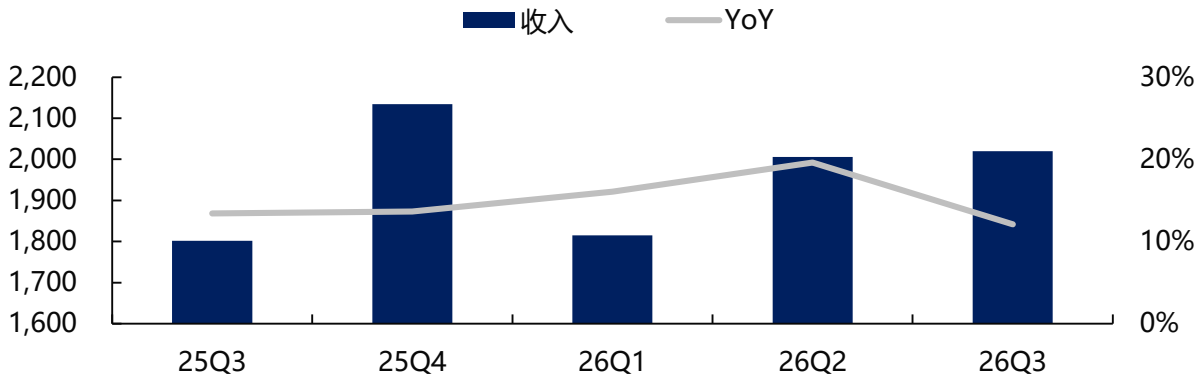
数据来源：Bloomberg，微软，东吴证券研究所

亚马逊：AWS收入和利润增长加速，资本开支前置压制自由现金流

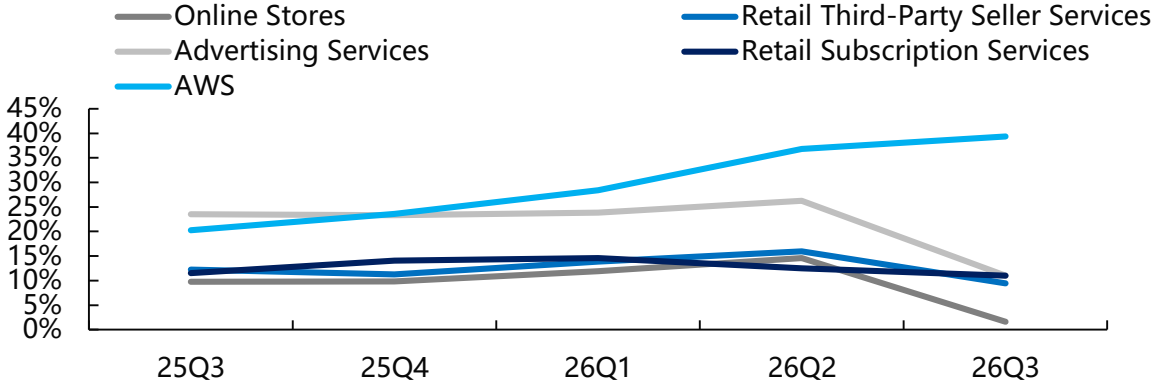
集团收入稳健增长，盈利能力改善

- **收入端：集团收入基本符合预期。**26Q3集团收入同比+12%；公司指引26Q4集团收入2400-2470亿美元，同比+12%-16%。
- **利润端：经营利润率同比改善，Non-GAAP净利润保持增长。**26Q3 GAAP营业利润同比+61%，营业利润率同比+4.2pct至13.9%，主要受AWS利润增长、零售业务改善及上年同期低基数影响；Non-GAAP归母净利润同比+49%至261亿美元；GAAP归母净利润同比-2.4%，主要受上年同期Anthropic投资收益高基数影响。公司指引26Q4营业利润285-335亿美元。

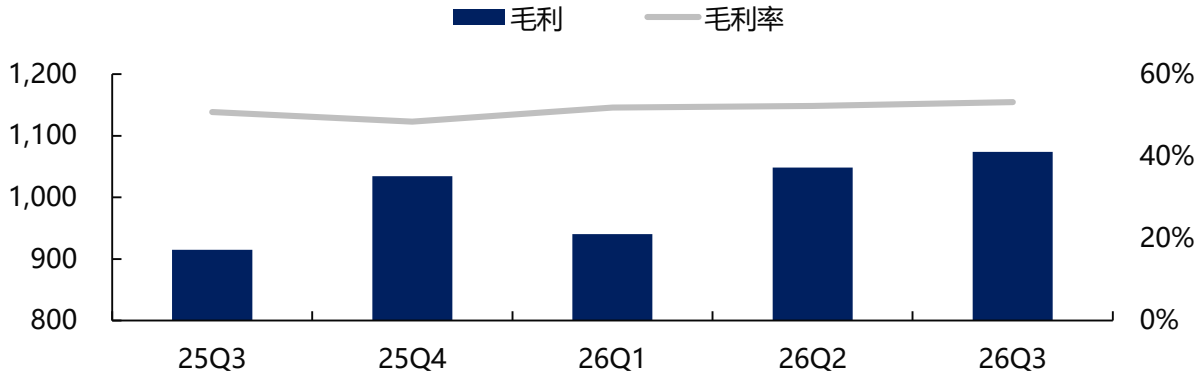
图：公司整体收入（亿美元）与同比增速（%）



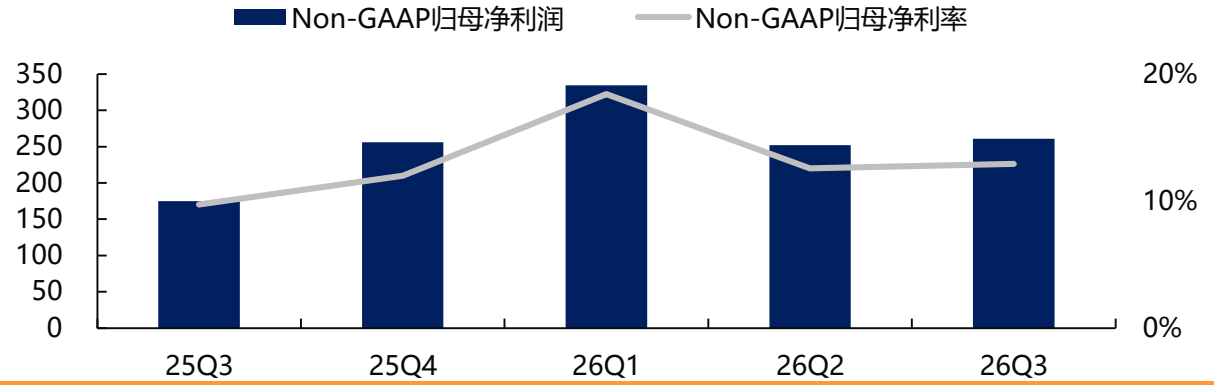
图：公司主要分部收入同比增速（%）



图：公司毛利（亿美元）与毛利率（%）



图：公司Non-GAAP归母净利润（亿美元）与归母净利率（%）

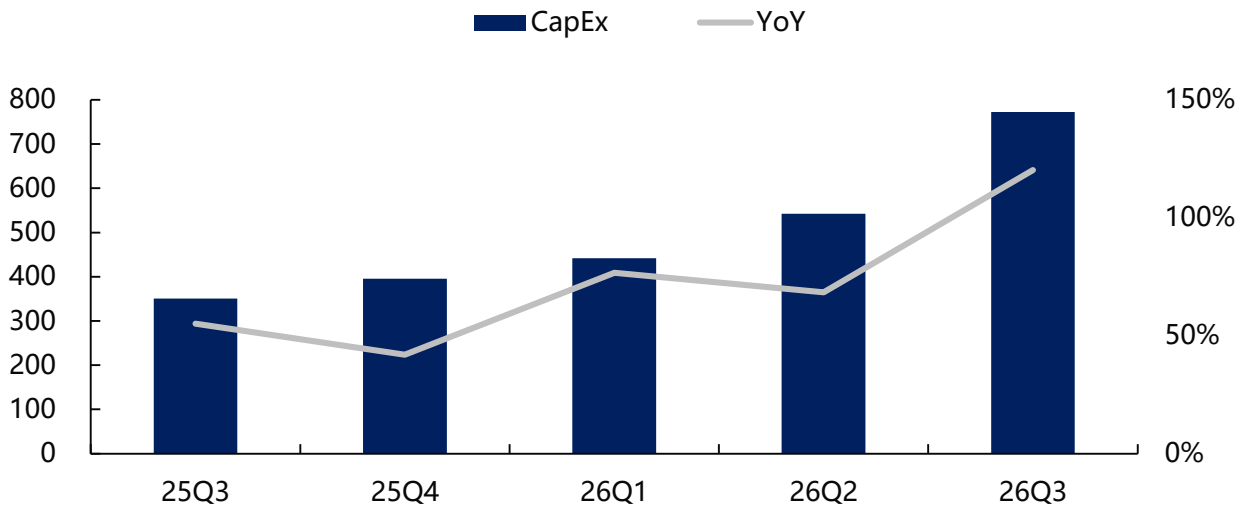


数据来源：Bloomberg，亚马逊，东吴证券研究所

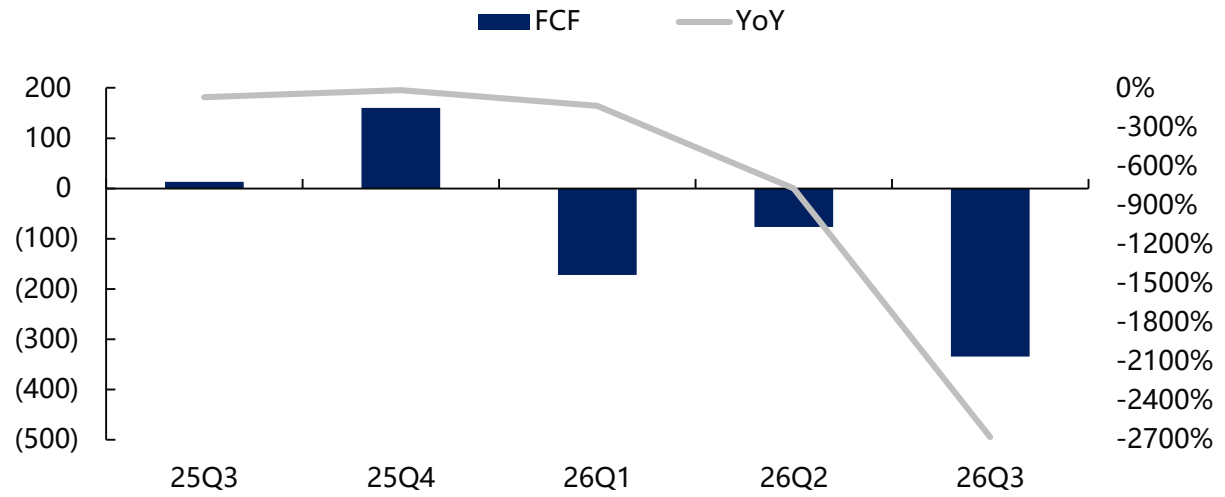
资本开支持续扩张，融资渠道同步拓展

- **资本开支：26Q3投入再创新高，27年预计进一步增长。**26Q3资本支出773亿美元，同比+120%、环比+43%，主要用于AWS及AI基础设施建设。公司维持26年资本开支约2200亿美元的指引，其中大部分用于AWS，并预计27年投入将显著高于2026年。管理层表示，AWS算力需求持续强劲，新增产能快速被客户消化，基础设施投资回本周期正在缩短。
- **现金流：经营现金流同比增长，资本开支大幅增加导致自由现金流转负。**26Q3经营现金流424.22亿美元，同比+19.4%；同期净现金资本支出758.78亿美元，同比+121.7%，显著高于经营现金流规模，推动单季度自由现金流由上年同期的+12.97亿美元降至-334.56亿美元。
- **融资：多渠道融资支持AI投入，新增供应商融资安排。**截至26Q3，公司年内已完成6批多币种公开债券发行，覆盖美元、欧元、瑞士法郎、加元及英镑；26年9月已全额提取175亿美元无担保定期贷款，期限3年，利率为SOFR+62.5-87.5bp。此外，公司披露最高约800亿美元的技术基础设施供应商融资安排，可于27Q1至28Q3根据采购情况提款，单笔借款期限5年，以支持后续基础设施投资。

图：亚马逊资本开支（亿美元）与同比增速（%）



图：亚马逊自由现金流（亿美元）与同比增速（%）



数据来源：Bloomberg，亚马逊，东吴证券研究所

零售业务盈利效率改善，AI购物应用持续拓展

- **零售业务：商品销量保持增长，履约效率持续改善。**26年初至今商品销量同比增长近15%，25年10月至26年9月商品销售总额增加超900亿美元。26Q3北美及国际业务营业利润率分别为7.7%/3.7%，通过优化库存布局、缩短配送距离及包裹整合降低单位履约成本。生鲜及日常必需品销售增速约为其他零售品类的3倍。
- **广告业务：收入保持增长，增速受季度节奏影响。**26Q3广告收入同比+10.9%，受Prime Day时间调整、NBA赛事排期及去年同期高基数影响。公司预计26Q4广告收入同比增长高双位数，并推出Amazon Ads Agent，推动广告投放及优化自动化。
- **AI购物：自有Agent使用规模扩大，第三方Agent影响有限。**2025年10月至2026年9月超4亿客户使用Alexa for Shopping，交互次数同比+570%。管理层表示，目前第三方通用AI Agent购物使用规模较小，尚未对Amazon广告业务产生实质性影响。

表：公司传统业务进展情况

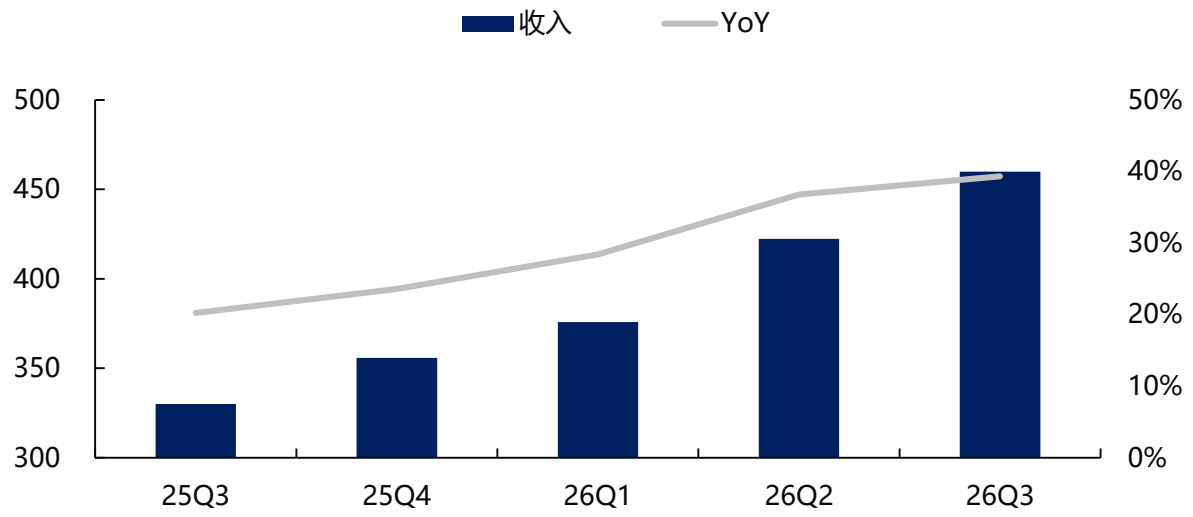
业务	进展
零售业务	年初至今商品销量同比增长近15%，25年10月至26年9月商品销售总额增加超900亿美元。26Q3北美及国际业务营业利润率分别为7.7%/3.7%；过去几年两大分部营业利润率均累计提升近10pct。
广告	26Q3收入196.37亿美元，同比+10.9%（固定汇率+12%）。受Prime Day时间调整、NBA赛事排期及去年同期高基数影响，增速放缓；预计26Q4恢复至高双位数增长。推出Amazon Ads Agent，实现广告投放、优化及管理自动化。
物流履约	26Q3超15亿件商品实现Prime会员当日或隔夜送达；Amazon Now覆盖全球超450个城镇，商品订单件数同比增长10倍。受库存布局优化、配送距离缩短及包裹整合推动，单位履约服务成本有望连续第四年下降。
生鲜杂货	26Q3生鲜及日常必需品销售增速约为其他零售品类的3倍，占商品销量约50%；相关业务25年10月至26年9月商品销售总额接近2500亿美元。使用当日达生鲜服务的客户，日常必需品购买量约为未使用客户的7倍。
Prime Video	年化收入达数百亿美元量级，管理层表示已实现独立盈利。持续拓展原创影视及体育直播内容，包括NFL、NBA等赛事。
医药	Amazon Pharmacy使用客户数同比增长超60%，复购客户数同比增长超50%；3小时处方药配送覆盖超350个城市。
AI购物	自有Agent： 25年10月至26年9月超4亿客户使用Alexa for Shopping，交互次数同比+570%；美国使用客户的单笔订单消费金额比未使用客户高50%。第三方Agent： 管理层表示，目前通过第三方通用AI Agent购物的消费者仍较少，购物体验及便捷性尚不及直接访问零售平台，对Amazon广告业务尚未形成实质性影响。

数据来源：Bloomberg，亚马逊，东吴证券研究所

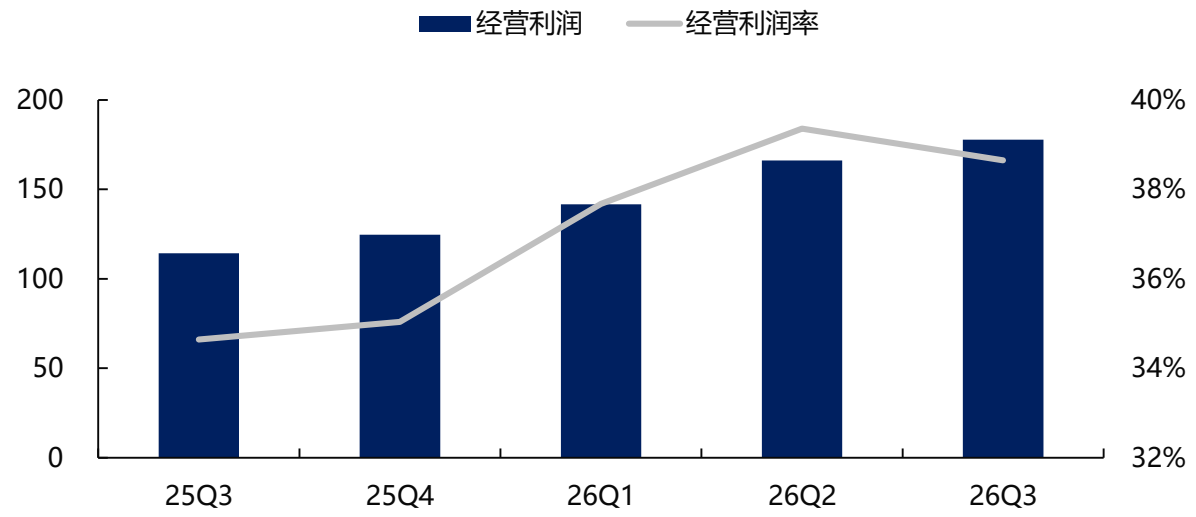
AWS收入连续六个季度加速增长，AI与传统云业务共同驱动业绩提升

- **营收：AWS增长进一步加速，AI与传统云业务共同驱动增长。**26Q3 AWS收入459.84亿美元，同比+39.3%，较上季度加速2.6pct，连续第六个季度加速增长，创近五年来最快增速；年化收入运行速率达1840亿美元。增长主要受AI算力需求及传统计算、存储业务共同驱动，其中推理收入已占AWS AI业务收入的一半以上。管理层强调，AWS的功能完整性、安全性及运营稳定性是企业客户选择AWS的重要因素。
- **利润：AWS经营利润同比增长55%，AI业务盈利能力持续改善。**26Q3 AWS经营利润177.73亿美元，同比+55%，经营利润率38.7%，同比+4.0pct、环比-0.7pct。盈利能力同比提升主要受基础设施运营效率优化、固定成本控制及自研芯片应用推动。管理层表示，AI业务利润率持续改善，目前仍低于成熟的传统云业务，但已高于传统云业务相似发展阶段的水平。短期AI收入占比提升、零部件涨价及新增基础设施折旧仍对整体利润率形成压力，中长期关注Trainium渗透率及算力利用率提升带来的盈利改善。

图：AWS收入（亿美元）和同比增速（%）



图：AWS经营利润（亿美元）和经营利润率（%）

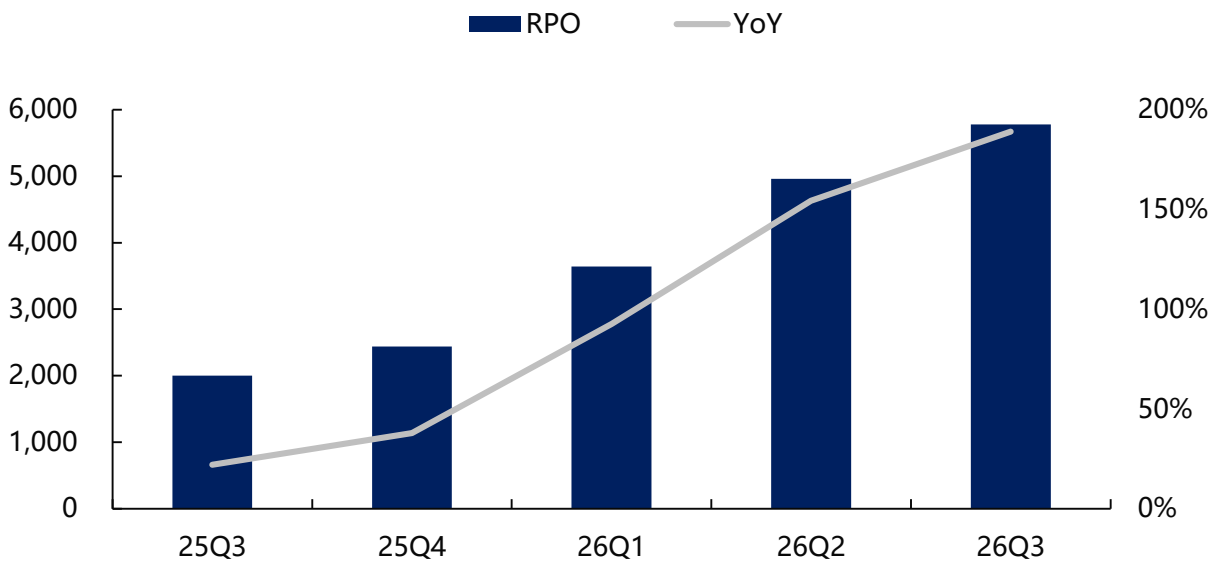


数据来源：Bloomberg，亚马逊，东吴证券研究所

积压订单高速增长，2027年大规模算力产能基本预定

- **积压订单：订单规模持续高增，长期合同增强收入可见度。**26Q3亚马逊RPO达5780亿美元，同比+189%、环比+16.5%，主要来自AWS业务，长期合同加权平均剩余期限为6.1年，收入确认取决于客户实际使用及合同履约情况。管理层表示，大规模算力需求通常提前签订合同，容量预订已延伸至未来数年，为后续AWS收入增长提供支撑。
- **产能：27年大规模算力基本预订，电力容量持续扩张。**管理层表示，26年大规模算力产能已基本售罄，27年大部分产能已提前预订，28年相当一部分产能亦已锁定，同时保留部分EC2及Bedrock按需使用容量。公司计划27年底总电力容量较25年底翻倍，并预计27年和28年AWS收入增速均超过40%。随着数据中心及算力基础设施持续交付，新增产能有望逐步转化为收入增长。

图：亚马逊RPO（亿美元）和同比增速（%）



图：AWS全球基础设施布局



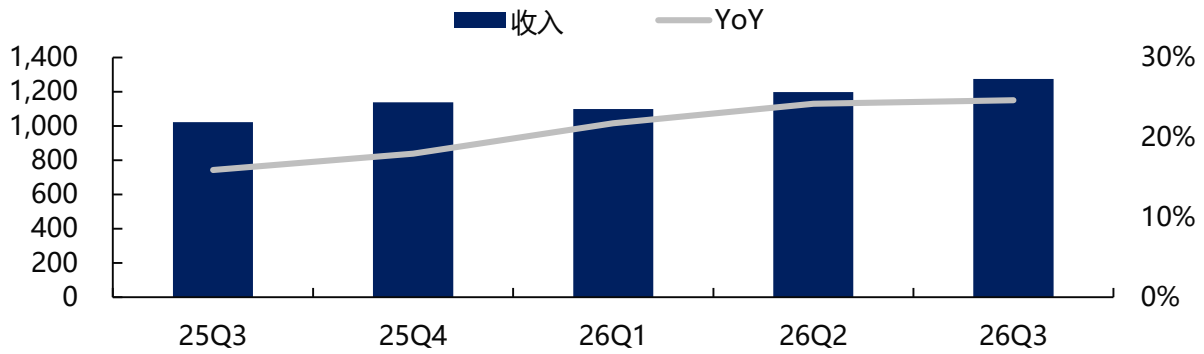
数据来源：Bloomberg，亚马逊，东吴证券研究所

谷歌：云业务高增长与广告增速放缓并存，关注修复机会

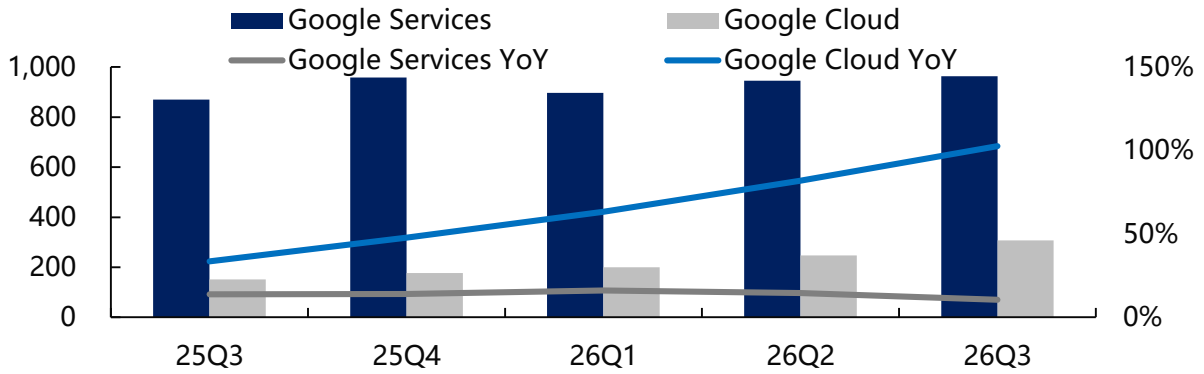
整体收入保持较快增长，分部利润表现分化

- **收入端：集团收入增长加速，Google Cloud贡献主要增量。**26Q3集团收入同比+25%至1275.77亿美元；其中Google Services收入同比+11%，Google Cloud收入同比+103%，较Q2加速21pct，成为集团收入增长的主要驱动力。
- **利润端：营业利润率同比提升，GAAP净利润受投资损益影响。**26Q3 GAAP营业利润率同比+1.3pct至31.8%，主要受Google Cloud盈利能力提升及Google Services利润增长推动；GAAP归母净利润同比-25%至261.70亿美元，主要受债权及股权证券净损失90.47亿美元影响，去年同期为净收益108.56亿美元。

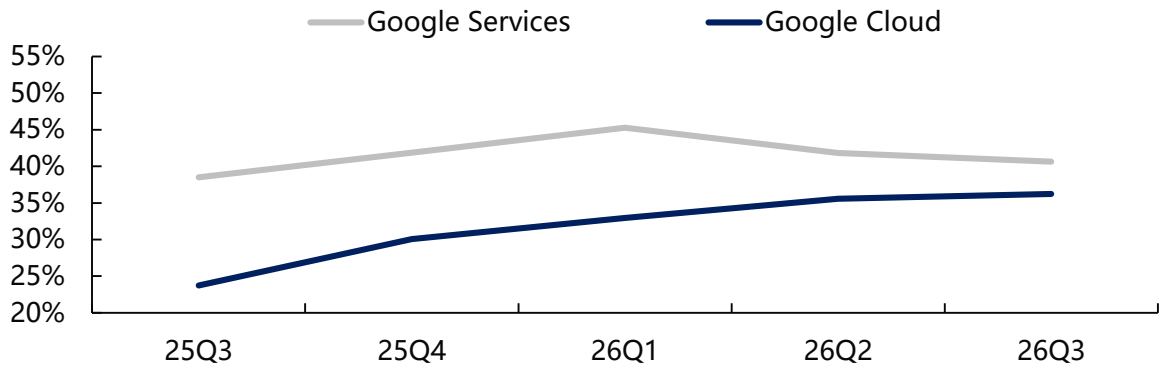
图：谷歌整体收入（亿美元）和同比增速（%）



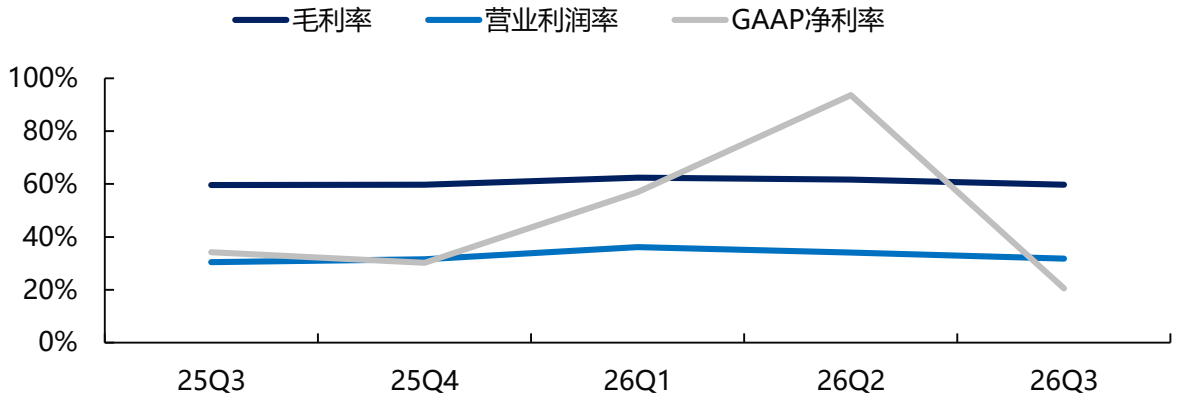
图：谷歌分部收入（亿美元）和同比增速（%）



图：谷歌分部经营利润率（%）



图：谷歌毛利率、营业利润率和GAAP归母净利率（%）



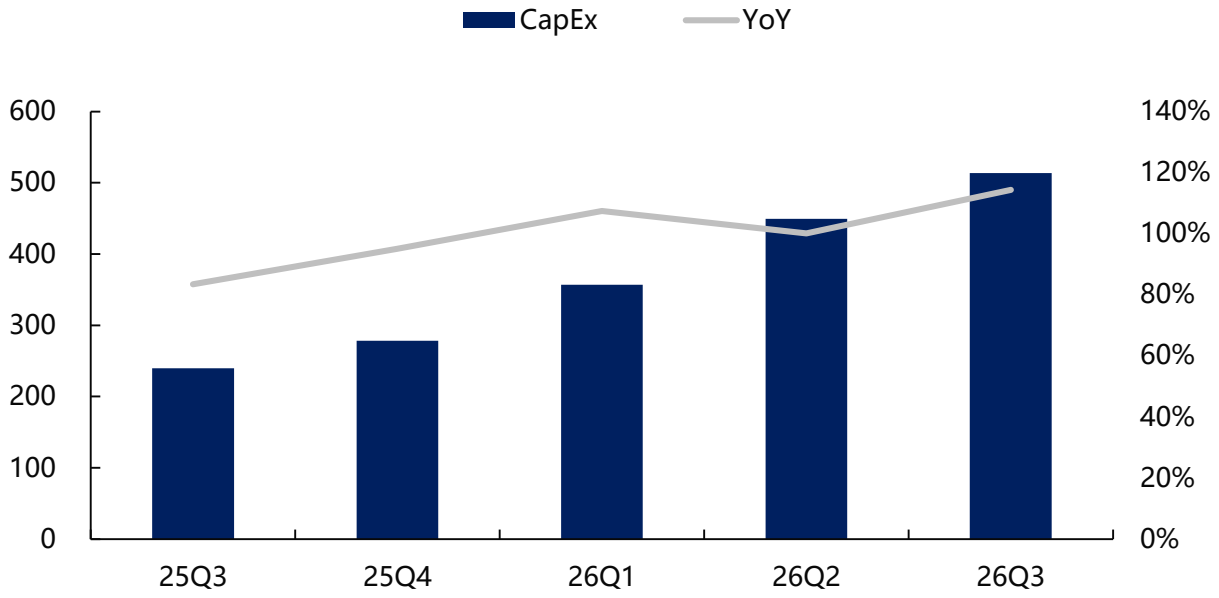
数据来源：Bloomberg，谷歌，东吴证券研究所

注：GAAP净利率受股权投资公允价值变动影响

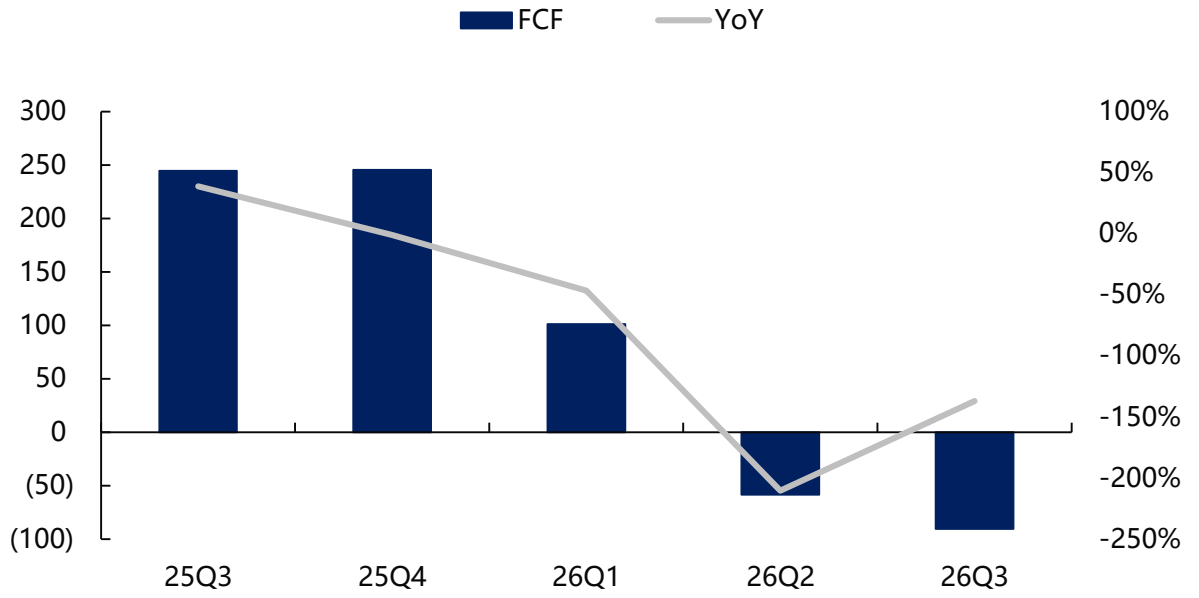
资本开支同比翻倍，自由现金流进一步承压

- **资本开支：算力投入规模扩大，2027年投资强度进一步提升。**26Q3 CapEx达514亿美元，同比+114%、环比+14%，其中约65%投向服务器及网络设备、35%投向数据中心。公司维持26全年CapEx指引1950-2050亿美元，预计27年进一步显著增加。基础设施投入扩大推动折旧及能源等运营成本上升。
- **现金流：经营现金流同比下降，资本开支拖累自由现金流。**26Q3经营现金流423亿美元，同比-13%，主要受TPU系统销售备货及52亿美元欧盟罚款支付影响；同期CapEx达514亿美元，单季度自由现金流降至-91亿美元，连续两个季度为负。截至2026年9月末的过去12个月，经营活动现金流1796亿美元，自由现金流197亿美元，较截至2026年6月末的过去12个月自由现金流533亿美元减少336亿美元。

图：谷歌CapEx（亿美元）和同比增速（%）



图：谷歌自由现金流（亿美元）和同比增速（%）

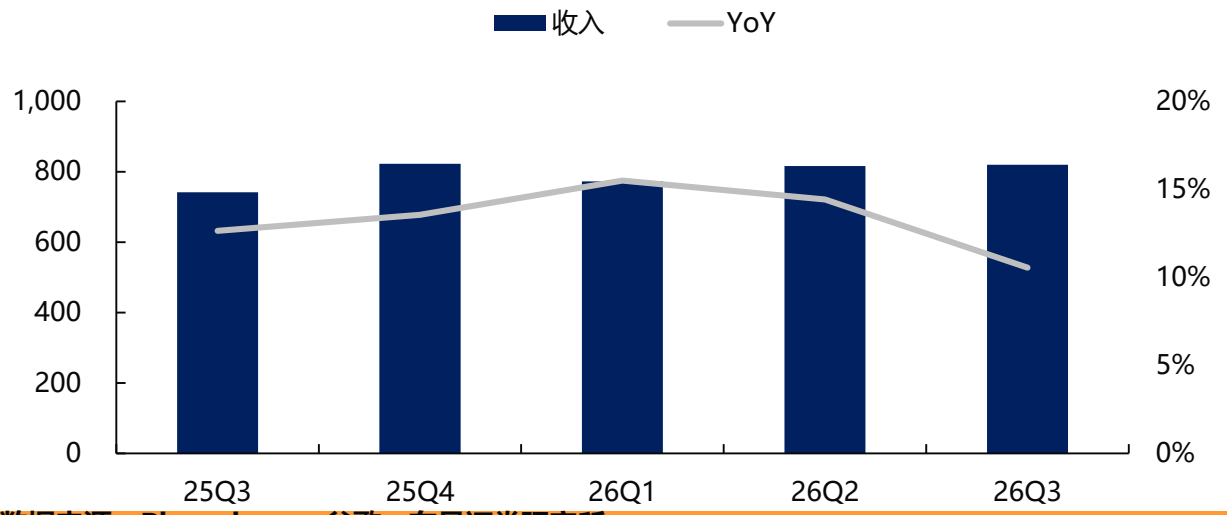


数据来源：Bloomberg，谷歌，东吴证券研究所

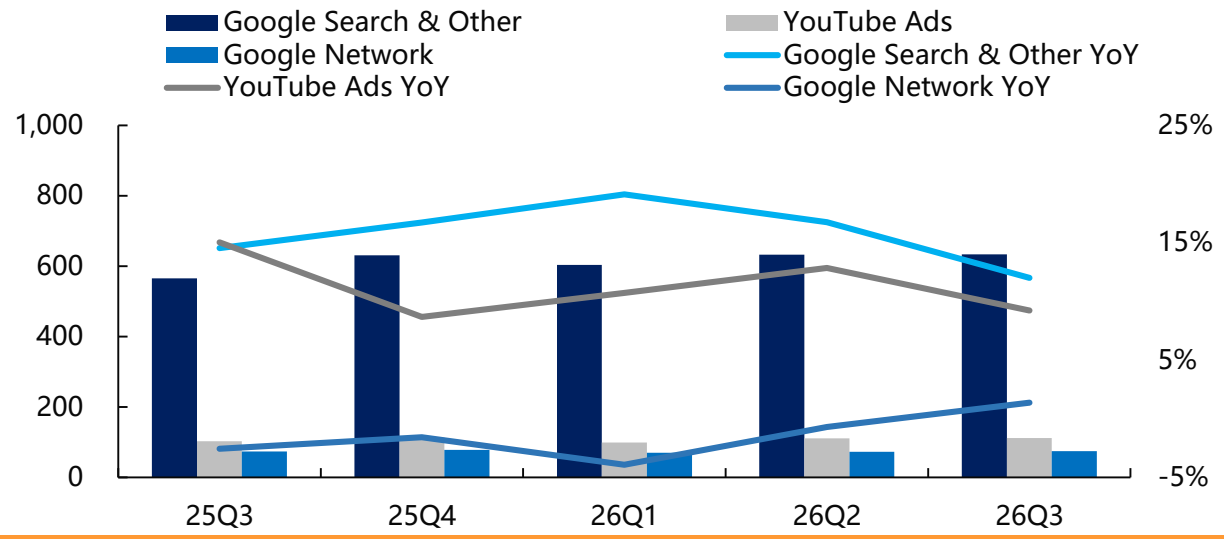
广告收入增速放缓，搜索流量增长与AI变现效率出现背离

- **广告收入：搜索及YouTube增速放缓。**26Q3广告收入820.12亿美元，同比+10.6%，增速较26Q2放缓3.9pct；其中，搜索及其他广告收入633.50亿美元，同比+12%，增速较26Q2放缓约4.8pct；YouTube广告收入112.07亿美元，同比+9.2%，增速较26Q2放缓约3.6pct。
- **26Q3广告收入增速放缓原因：汇率、行业投放变化、高基数及AI Mode变现差异共同影响。**1）管理层指出，汇率是26Q3搜索广告收入增速较26Q2放缓的最大因素；2）部分亚太零售广告主受欧盟取消低价值包裹免税政策影响，减少广告投放；3）媒体娱乐行业受世界杯影响，26年6月比赛场次及广告预算多于26年7月，26Q2广告投放较强，26Q3恢复正常水平；4）25Q3搜索业务增长加速形成较高基数，对26Q3同比增速影响约3pct；5）AI Mode当前变现水平低于传统搜索，对搜索广告收入增速产生一定影响。
- **AI搜索：查询量增速创五年新高，AI Mode变现仍处于完善阶段。**AI推动搜索查询量同比增速创五年新高，AI Mode多数查询为增量需求，覆盖复杂问答及消费决策前期场景。26Q3 Google Search & Other付费点击量同比+8%，较26Q2放缓5pct，平均CPC同比+4%。管理层指出，AI Mode当前变现水平较低，公司正扩大AI Overviews及AI Mode广告覆盖范围。展望26Q4，管理层预计汇率负面影响较26Q3略有扩大，同时搜索业务仍面临去年同期高基数压力。

图：谷歌广告收入（亿美元）和同比增速（%）



图：谷歌广告收入（亿美元）和同比增速（%）拆分

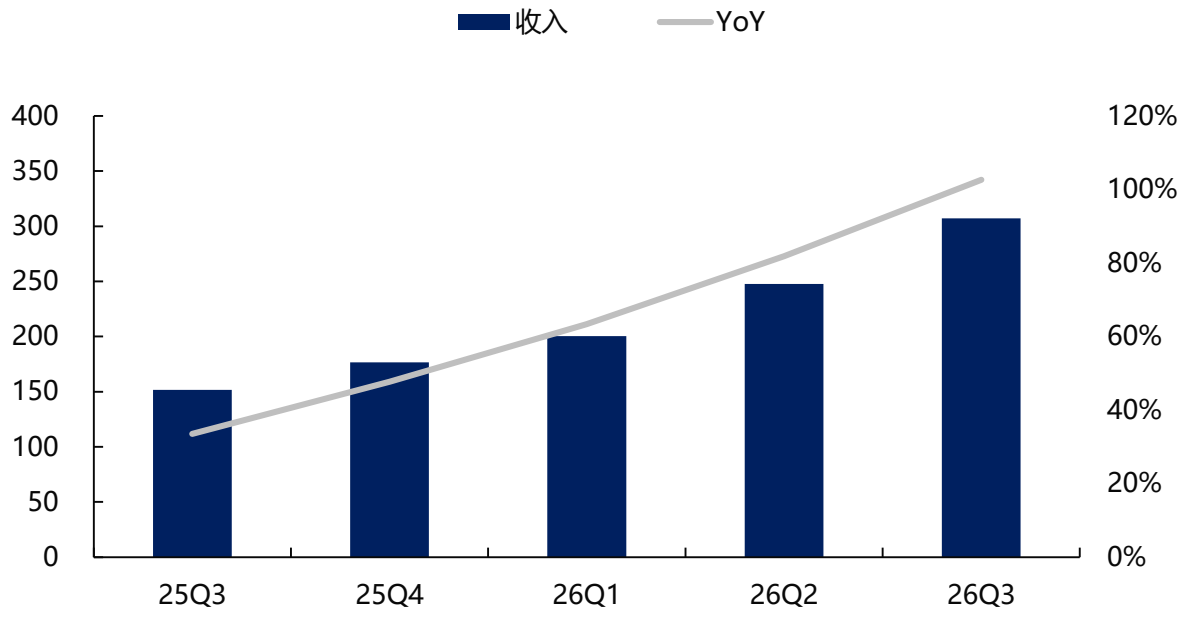


数据来源：Bloomberg，谷歌，东吴证券研究所

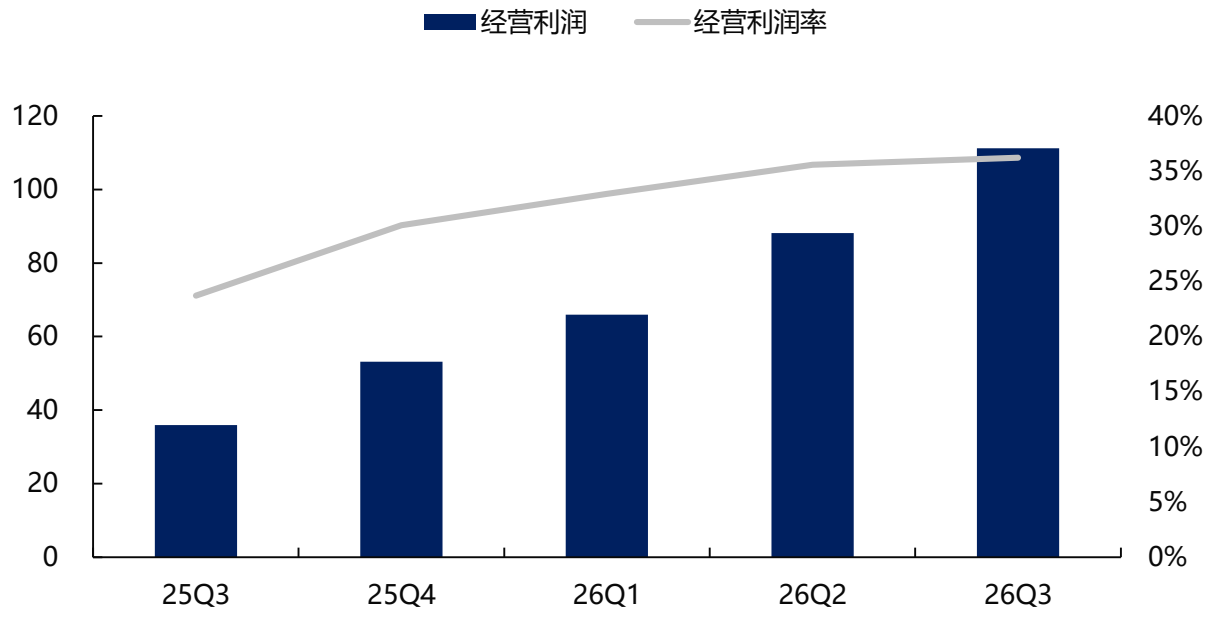
谷歌云收入增长持续加速，盈利能力显著改善

- **营收：云收入增长持续加速，TPU系统销售贡献增量。**26Q3 Google Cloud收入307.09亿美元，同比+103%，较26Q2的82%加速约21pct。AI基础设施、AI解决方案及传统GCP业务共同驱动增长，TPU系统销售贡献显著增量。公司预计26Q4 TPU系统销售继续增长，27年收入贡献将进一步扩大。
- **利润：经营利润同比增长超两倍，利润率持续提升。**26Q3 Google Cloud经营利润111.21亿美元，同比+209%；经营利润率36.2%，同比+12.5pct、环比+0.6pct。第三方过渡算力于26Q3末开始投入使用，对当季利润率影响有限，随着26Q4使用规模扩大，公司预计云业务利润率短期承压。

图：谷歌云收入（亿美元）和同比增速（%）



图：谷歌云经营利润（亿美元）和经营利润率（%）

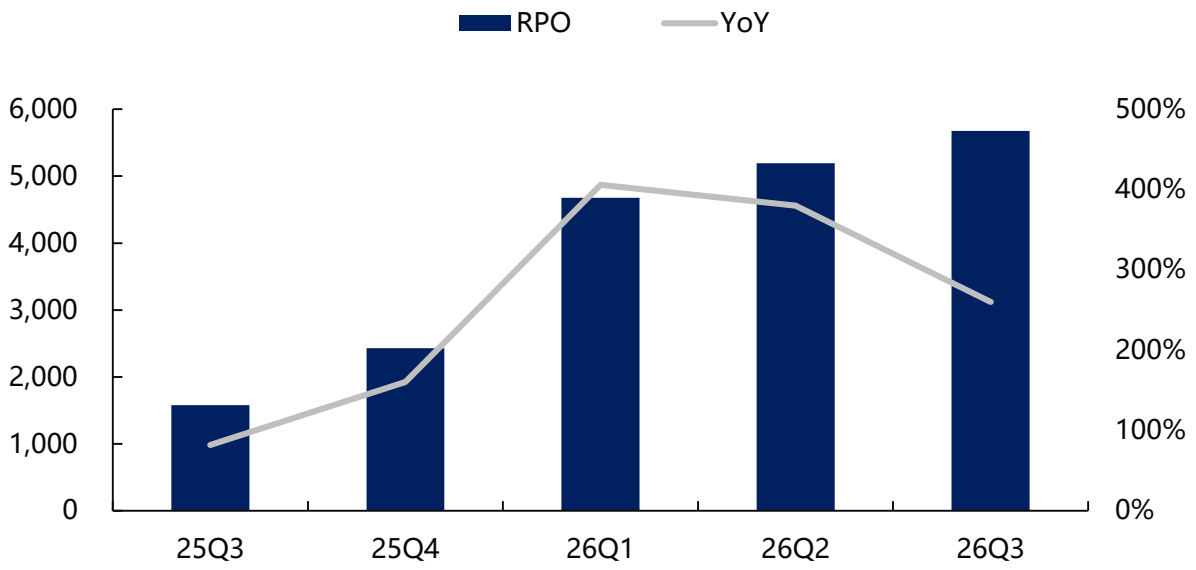


数据来源：Bloomberg，谷歌，东吴证券研究所

积压订单持续增长，算力供给仍受约束

- **积压订单：订单规模持续增长，未来收入可见度提升。**26Q3集团RPO达5677亿美元，同比+260%、环比+9%，其中谷歌云占比约99%。管理层表示，积压订单主要来自常规GCP客户合同，而非仅依赖少数AI大客户或TPU系统销售；预计未来24个月确认超过55%的RPO收入。
- **产能：算力需求持续超过供给，第三方算力缓解交付约束。**尽管过去三年持续扩张算力，当前需求增长仍快于供给。第三方过渡算力于26Q3末开始投入使用，公司预计26Q4进一步扩大使用规模，短期对云业务利润率形成压力。同时，谷歌通过Oracle、Crux AI等合作伙伴拓展TPU系统销售渠道，并支持客户自建部署。算力资源分配方面，公司强调基于长期需求及资本回报进行规划，统筹内部模型、核心产品和外部云客户需求。

图：谷歌RPO（亿美元）和同比增速（%）



图：谷歌云算力资源分配



数据来源：Bloomberg，谷歌，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测与投资建议

- **AI基础设施投入已进入业绩与回报验证阶段，建议关注以下三条投资主线：1）全栈AI云平台：**随着模型能力加速商品化，企业客户对多模型选择、算力供给、数据管理、安全及Agent平台的综合需求提升。具备企业客户基础、自研芯片、资源调度及IaaS/PaaS/SaaS/MaaS多层变现能力的云平台有望进一步凸显竞争优势，海外代表性标的包括**微软、亚马逊、谷歌**，国内包括**阿里巴巴、腾讯**；**2）AI算力产业链：**在CSP资本开支维持较大规模、AI算力供给仍偏紧的背景下，GPU、AI服务器、高速网络及存储等核心硬件环节持续受益于算力基础设施建设，建议关注具备技术壁垒、头部客户认证及较高订单可见度的产业链龙头；**3）第三方AI云与算力平台：**在超大规模云厂自建算力短期仍难以完全满足市场需求的阶段，NeoCloud凭借灵活的资源供给与较快的交付速度，仍是AI算力市场的重要补充，相关代表性标的包括Nebius等。

表：CSP盈利预测与估值情况

公司	代码	收盘价（美元）	总市值（万亿美元）	调整后EPS （美元/股）				调整后PE			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
Meta	META	641.39	1.64	31.42	33.55	38.16	45.73	20.41	19.12	16.81	14.03
Google	GOOGL	287.38	3.53	12.85	18.56	15.88	19.96	22.36	15.48	18.10	14.40
Microsoft	MSFT	533.16	3.96	17.28	20.03	24.07	29.44	30.85	26.62	22.15	18.11
Amazon	AMZN	270.87	2.93	8.97	13.42	11.94	15.18	30.20	20.18	22.69	17.84

注：股价及总市值均采用2026年11月10日美股收盘数据，EPS采用Bloomberg 2026年11月10日一致预期，其中微软EPS已统一调整为自然年度口径

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

风险提示

风险提示

- **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。
- **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。
- **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(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

东吴证券 财富家园