

## 北美云厂商 CapEx 持续高增，预期指引乐观 ——海外云厂商专题报告



增持(维持)

行业： 计算机

日期： 2024年11月06日

分析师： 李行杰

E-mail: lixingjie@yongxingsec.com

SAC编号: S1760524010003

分析师： 夏明达

E-mail: xiamingda@yongxingsec.com

SAC编号: S1760523080004

### 核心观点

#### 北美云厂商 CapEx 持续高增，预期指引乐观

北美 CSP 资本开支自 23Q3 起环比加速，24Q2 四家云厂商（微软，谷歌，Amazon，Meta）合计资本开支达 516.3 亿美元，同比增长 59.0%。从各公司 CapEx 指引来看，1) 微软 FY25 的 CapEx 指引高于 FY24，主要投向云与 AI 基础设施；2) 谷歌因 AI 带来的收益，持续投入意愿较强，预计后续全年季度资本开支都将高于 Q1（约 120 亿美元）；3) Amazon 预计 24H2 会继续增加 CapEx，大部分支出将用于 AWS 的基础设施扩展，以满足对生成式 AI 和非生成式 AI 工作负载的强劲需求；4) Meta 预计 2024 年全年资本开支在 370-400 亿美元之间，相比之前 350-400 亿美元的指引有所上调，2025 年资本开支预计会显著增长，用于支持 AI 研究及产品开发工作。大厂未来 CapEx 指引整体积极乐观，对于 AI 投入意愿有望保持强劲。

#### AI 已实际赋能海外云厂商主业增长，看好资本开支持续性

我们梳理海外四大云厂财报，各公司 AI 技术已显著赋能主业经营，在当前 AI 整体商业化阶段仍偏培养期的环境下，我们认为之于主业的意义也是各公司保持 AI 持续投资意愿的重要基石。

从各公司看，1) 微软 Copilot 已成为全球最广泛采用的 AI 开发工具，超过 7.7 万个组织正在使用该工具，年增长率达 180%。Copilot 推动了 GitHub 的整体收入增长，贡献 Github 全年收入超过 40%。2) 谷歌在 24Q2 通过 AI 技术优化了广告服务，提高了广告的搜索度和用户体验。公司利用 AI 模型改进了广告定位和展示效果，特别是在 Google Search & other 和 YouTube ads 方面取得了显著进展。3) Amazon 方面，生成式 AI 的强劲需求推动了公司从本地基础设施向云计算的迁移，并全力推进了现有迁移项目的进程。4) Meta，24Q2 在 Facebook 上推出了全屏视频播放器和统一视频推荐服务，将 Reels、长视频和直播整合在一起，通过延申统一 AI 系统，提升了 Facebook Reel 的交互度（效果甚至优于当时从 CPU 向 GPU 的切换）

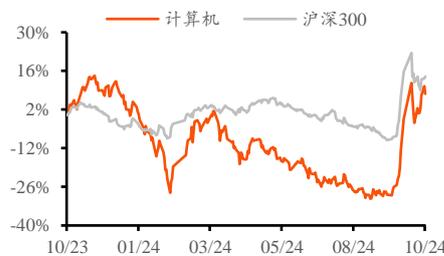
### 投资建议

我们认为，海外云厂商资本开支对于国内算力产业链景气度具备较强前瞻指导意义，建议关注国内受益于算力建设的公司，标的方面建议关注海光信息，中科曙光，卓易信息，寒武纪，景嘉微，紫光股份，烽火通信，高新发展等。

### 风险提示

行业竞争加剧风险、商业化进度不及预期风险、技术路线调整风险。

### 近一年行业与沪深 300 比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

### 相关报告：

## 正文目录

1. 北美云厂商 CapEx 高增延续，预期指引乐观.....	3
1.1. 微软：CapEx 指引将高于上年，主要投向云与 AI 基础设施.....	4
1.2. 谷歌：AI 产品推动业务增长，预计 Capex 将维持高位.....	6
1.3. Amazon：CapEx 预计 24H2 继续增加，自研芯片投资积极.....	8
1.4. Meta：预计 2025 年 CapEx 高增，支持 AI 研究及产品开发.....	10
2. 投资建议.....	12
3. 风险提示.....	12

## 图目录

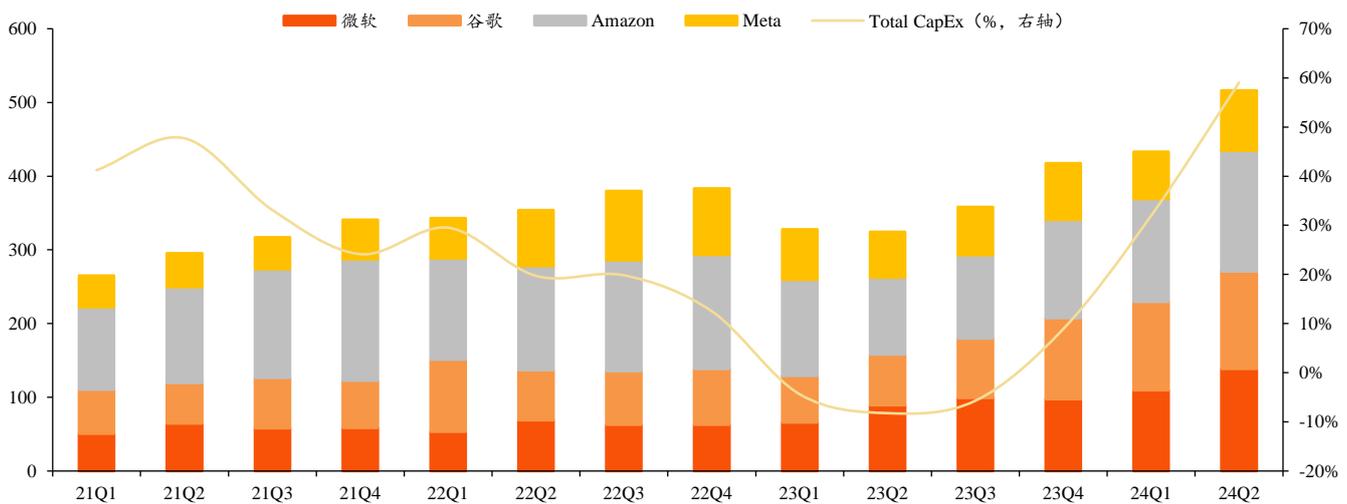
图 1: 北美四大 CSP 分季度 CapEx (亿美元) 及总体增速.....	3
图 2: 微软单季度营收及增速.....	4
图 3: 微软单季度净利润及增速.....	4
图 4: 微软单季度主营收入结构.....	5
图 5: 微软单季度主营收入增速.....	5
图 6: 微软单季度主营营业利润拆分.....	5
图 7: 微软单季度主营营业利润增速.....	5
图 8: 微软单季度 CapEx 及增速.....	6
图 9: 微软单季度 CapEx 营收占比.....	6
图 10: 谷歌单季度营收及增速.....	6
图 11: 谷歌单季度净利润及增速.....	6
图 12: 谷歌单季度主营收入结构.....	7
图 13: 谷歌单季度主营收入增速.....	7
图 14: 谷歌单季度主营营业利润拆分.....	7
图 15: 谷歌单季度主营营业利润增速.....	7
图 16: 谷歌单季度 CapEx 及增速.....	8
图 17: 谷歌单季度 CapEx 营收占比.....	8
图 18: Amazon 单季度营收及增速.....	8
图 19: Amazon 单季度净利润及增速.....	8
图 20: Amazon 单季度主营收入结构.....	9
图 21: Amazon 单季度主营收入增速.....	9
图 22: Amazon 单季度主营营业利润.....	9
图 23: Amazon 单季度主营营业利润增速.....	9
图 24: Amazon 单季度 CapEx 及增速.....	10
图 25: Amazon 单季度 CapEx 营收占比.....	10
图 26: Meta 单季度营收及增速.....	10
图 27: Meta 单季度净利润及增速.....	10
图 28: Meta 单季度主营收入结构.....	11
图 29: Meta 单季度主营收入增速.....	11
图 30: Meta 单季度主营营业利润拆分.....	11
图 31: Meta 单季度主营营业利润增速.....	11
图 32: Meta 单季度 CapEx 及增速.....	12
图 33: Meta 单季度 CapEx 营收占比.....	12

## 1. 北美云厂商 CapEx 高增延续，预期指引乐观

北美云厂商 CapEx 持续攀升，预期积极乐观。北美 CSP 资本开支自 23Q3 起环比加速，24Q2 四家云厂商（微软，谷歌，Amazon，Meta）合计资本开支达 516.3 亿美元，同比增长 59.0%。

从各公司 CapEx 指引来看，1) 微软 FY25 的 CapEx 指引高于 FY24，主要投向云与 AI 基础设施；2) 谷歌因 AI 带来的收益，持续投入意愿较强，预计后续全年季度资本开支都将高于 Q1（约 120 亿美元）；3) Amazon 预计 24H2 会继续增加 CapEx，大部分支出将用于 AWS 的基础设施扩展，以满足对生成式 AI 和非生成式 AI 工作负载的强劲需求；4) Meta 预计 2024 年全年资本开支在 370-400 亿美元之间，相比之前 350-400 亿美元的指引有所上调，2025 年资本开支预计会显著增长，用于支持 AI 研究及产品开发工作。大厂未来 CapEx 指引整体积极乐观，对于 AI 投入意愿有望保持强劲。

图1:北美四大 CSP 分季度 CapEx (亿美元) 及总体增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (微软 24Q2 为 FY24Q4, 四家公司已用自然年口径对齐)

### AI 已实际赋能海外云厂商主业增长，看好资本开支持续性。

我们梳理海外四大云厂财报，各公司 AI 技术已显著赋能主业经营，在当前 AI 整体商业化阶段仍偏培养期的环境下，我们认为之于主业的意义也是各公司保持 AI 持续投资意愿的重要基石。

从各公司看，1) 微软 Copilot 已成为全球最广泛采用的 AI 开发工具，超过 7.7 万个组织正在使用该工具，年增长率达 180%。Copilot 推动了 GitHub 的整体收入增长，贡献 Github 全年收入超过 40%。

2) 谷歌在 24Q2 通过 AI 技术优化了广告服务，提高了广告搜索度和用户体验。公司利用 AI 模型改进了广告定位和展示效果，特别是在 Google Search & other 和 YouTube ads 方面取得了显著进展。

3) Amazon 方面，生成式 AI 的强劲需求推动了公司从本地基础设施向云计算的迁移，并全力推进了现有迁移项目的进程。

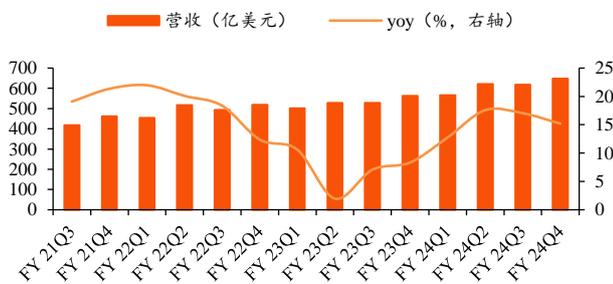
4) Meta, 24Q2 在 Facebook 上推出了全屏视频播放器和统一视频推荐服务，将 Reels、长视频和直播整合在一起，通过延申统一 AI 系统，提升了 Facebook Reel 的交互度（效果甚至优于当时从 CPU 向 GPU 的切换）

### 1.1. 微软：CapEx 指引将高于上年，主要投向云与 AI 基础设施

据 Wind, ifind, 公司公告，

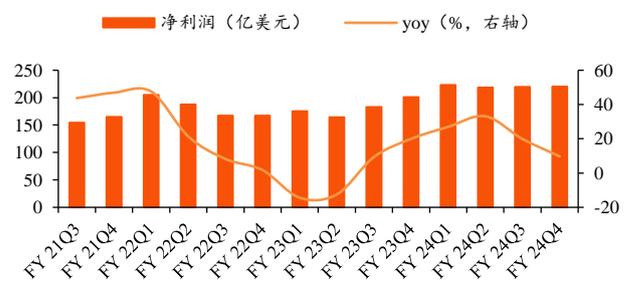
FY24Q4，微软实现营收 647.27 亿美元，同比+15.20%，实现净利润 220.36 亿美元，同比+9.74%。

图2:微软单季度营收及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

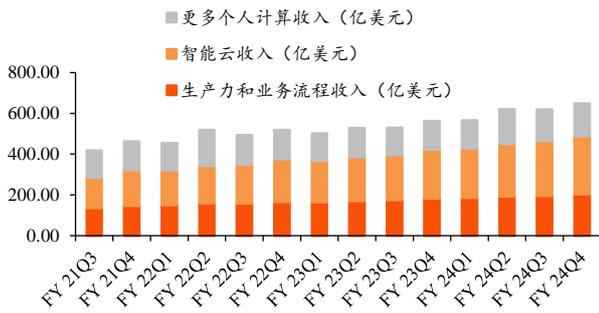
图3:微软单季度净利润及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

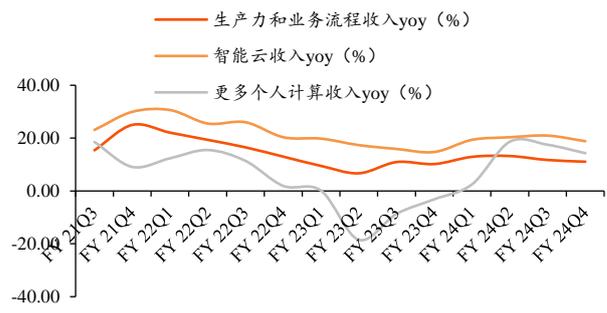
**FY24Q4 分业务看**，1) 智能云收入 285 亿美元，同比增长 19%，按固定汇率计算增长 20%，总体符合预期。其中，服务器产品和云服务收入同比增长 21%，按固定汇率计算增长 22%。Azure 和其他云服务收入同比增长 29%，按固定汇率计算增长 30%，均符合预期。Azure 增长 8 个百分点，由 AI 旺盛需求带动；2) 生产力和业务流程实现收入 203 亿美元，同比增长 11%，略高于预期，得益于所有业务单位的超预期表现；3) 个人计算业务季度收入 159 亿美元，同比增长 14%，主因 Windows 商业产品及搜索业务驱动。

图4:微软单季度主营收入结构



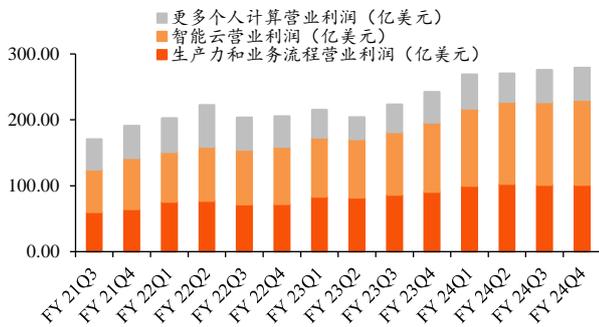
资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图5:微软单季度主营收入增速



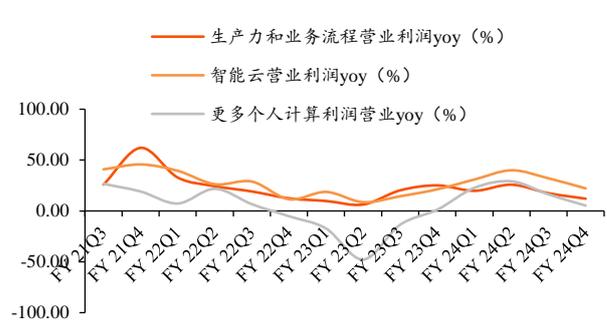
资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图6:微软单季度主营营业利润拆分



资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图7:微软单季度主营营业利润增速



资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

### Azure AI 客户量价齐升, Copilot 赋能 GitHub 增长

公司通过 Azure AI, 提供多样化模型的方案, 以满足客户个性化的成本、延迟和设计考虑, 公司 Azure AI 客户已超过 6 万, 同比增长近 60%, 同时客户平均付费价值持续提升; Copilot 已成为全球最广泛采用的 AI 开发工具, 超过 7.7 万个组织正在使用该工具, 年增长率达 180%。Copilot 推动了 GitHub 的整体收入增长, 贡献 Github 全年收入超过 40%。

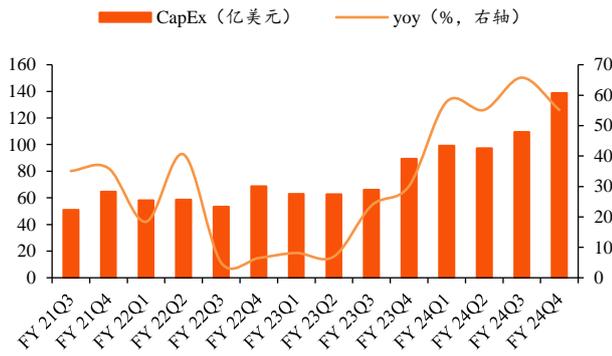
### 全面布局生成式 AI, 扩展企业级解决方案

微软通过 AI 推动了企业资源规划和客户关系管理业务的发展。微软将生成式 AI 融入 Dynamics 365, Dynamics 365 的收入同比增长 19%, 贡献 Dynamics 整体收入的 90%。

### FY25 的 CapEx 指引高于 FY24, 主要投向云与 AI 基础设施

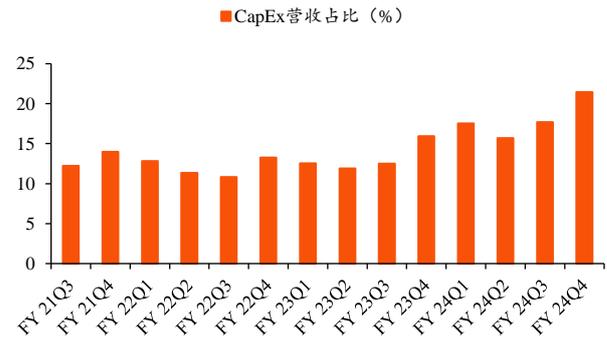
FY24Q4 包括融资租赁在内的资本支出为 190 亿美元, 符合预期, 现金支付的物业、厂房和设备为 139 亿美元。资本开支几乎全部投向云和人工智能相关。其中, 大约一半用于基础设施需求(公司将继续建设和租赁数据中心, 以满足未来 15 年需求), 公司预计 2025 年财年资本支出将高于 2024 财年。

图8:微软单季度 CapEx 及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

图9:微软单季度 CapEx 营收占比



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

## 1.2. 谷歌: AI 产品推动业务增长, 预计 Capex 将维持高位

据 Wind, ifind, 公司公告,

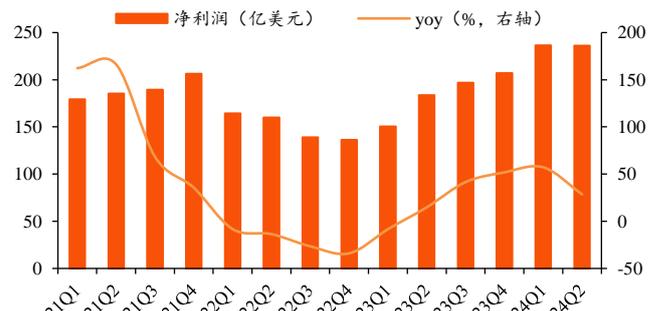
24Q2, 谷歌实现营收 847.42 亿美元, 同比+13.59%, 实现净利润 236.19 亿美元, 同比+28.59%。

图10:谷歌单季度营收及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

图11:谷歌单季度净利润及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

24Q2 分业务看, 1) 谷歌服务收入为 739 亿美元, 同比增长 12%。在广告方面, 搜索表现强劲, 在各个垂直领域应用广泛。公司亦对 Youtube 本季度的增长感到满意。Connected TV 方面, 公司保持了持续增长的势头, 品牌在一定程度上受益于预算从传统电视向数字媒体的持续转移; 2) 谷歌云实现营收 103 亿美元, 同比增长 29%, 季度营业利润首次突破 10 亿美元大关, 生成式人工智能解决方案, 被超过 200 万开发者使用。

### 人工智能推动搜索、谷歌云等核心业务增长

公司在 24Q2 通过 AI 技术提高了广告搜索度和用户体验。公司利用 AI 模型改进了广告定位和展示效果, 特别是在 Google Search & other 和 YouTube ads 方面取得了显著进展。人工智能还扩展了公司能够处理的查询类型, 并开启了强大的新搜索方式。其中 circle to search 在超过 1 亿部 Android 设备上可用。此外, AI 技术也被用于提升用户在 Google Cloud Platform 和

Google Workspace 的体验，通过智能化服务增强了用户互动和满意度。

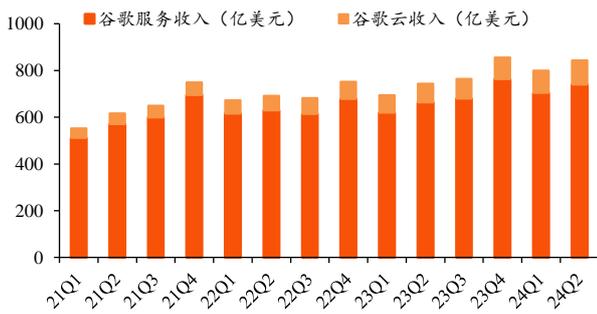
### Gemini 大模型融合产品创新与开发者工具

Gemini AI 模型目前已有超过 150 万开发者使用。模型现在提供四种规模，每种模型针对特定用途设计，能够在从数据中心到设备的多种环境中高效运行。大模型支持 200 万个 tokens，提供迄今为止最大规模的基础模型中最长的上下文窗口，使得开发者能够处理其他模型无法处理的场景。Gemini 正通过增强谷歌自家产品的功能，如搜索、Workspace、Google Message 等，使谷歌成为真正将 AI 惠及每个人的公司。

### AI 产品推动业务增长，预计 Capex 将维持高位

公司 24Q2 资本开支 131.86 亿美金（不含金融租赁），技术基础设施资驱动资本开支增长，其中最大的组成部分是服务器、其次是数据中心。AI 带来的收益进展给予公司持续投入意愿，预计后续全年季度资本开支都将高于 Q1（约 120 亿美元）。

图12:谷歌单季度主营收入结构



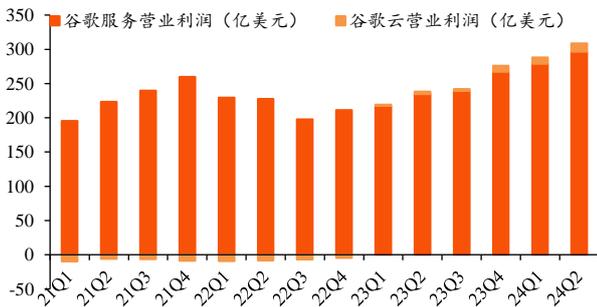
资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图13:谷歌单季度主营收入增速



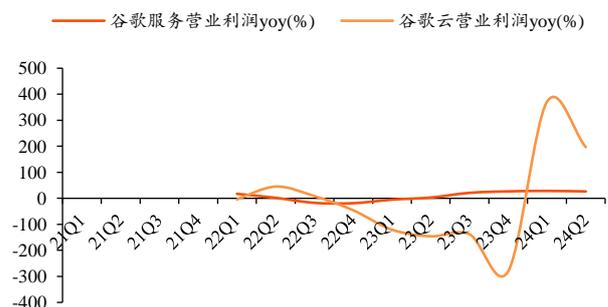
资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图14:谷歌单季度主营营业利润拆分



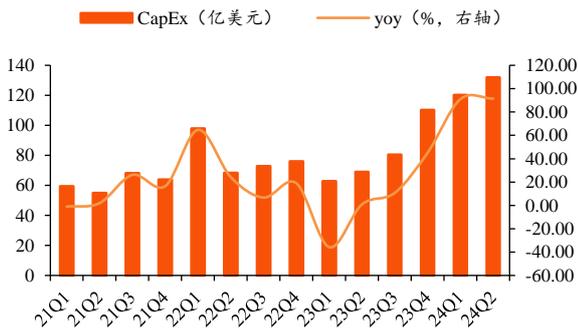
资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图15:谷歌单季度主营营业利润增速



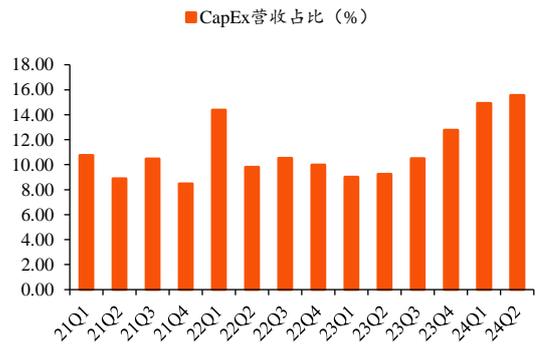
资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图16:谷歌单季度 CapEx 及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

图17:谷歌单季度 CapEx 营收占比



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

### 1.3. Amazon: CapEx 预计 24H2 继续增加, 自研芯片投资积极

据 Wind, ifind, 公司公告,

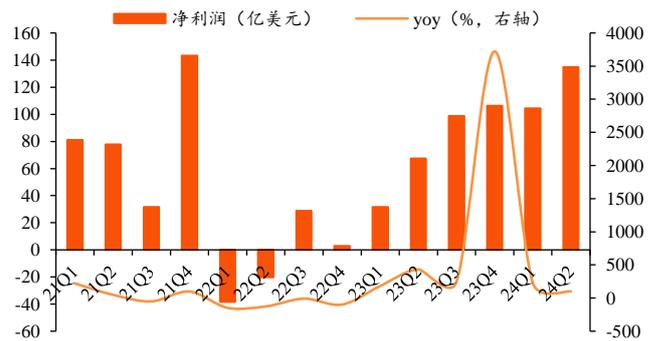
24Q2, Amazon 实现营收 1479.77 亿美元, 同比+10.12%, 实现净利润 134.85 亿美元, 同比+99.78%。

图18:Amazon 单季度营收及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

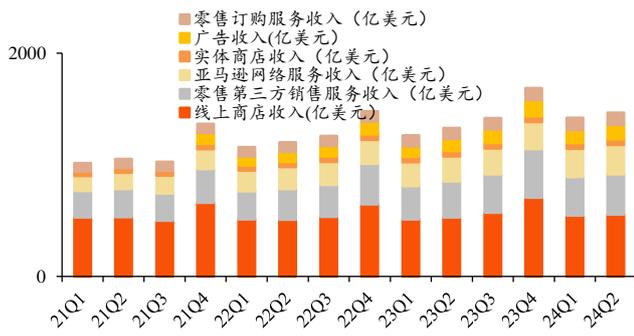
图19:Amazon 单季度净利润及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

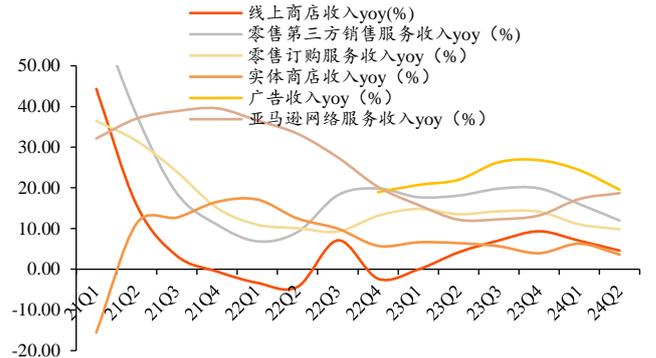
24Q2, AWS 收入 yoy 环比继续提升, 从 24Q1 的 17% 上升至 24Q2 的 19%。公司认为主要有三个原因贡献, 第一, 大部分成本优化工作已完成, 企业重新聚焦于新的增长机会; 第二, 企业逐步将重点转向基础设施的现代化, 并加速从本地基础设施向云计算的转型; 第三, 客户对 AI 的兴趣日益浓厚, 带动 AI 业务增长迅速。

图20:Amazon 单季度主营收入结构



资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图21:Amazon 单季度主营收入增速



资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图22:Amazon 单季度主营营业利润



资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图23:Amazon 单季度主营营业利润增速



资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

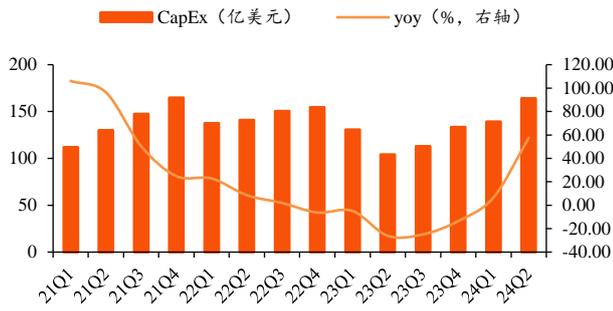
**AWS 发力垂直领域生成式 AI 建设, 客户反馈良好**

生成式 AI 的强劲需求推动了公司从本地基础设施向云计算的迁移, 并全力推进了现有迁移项目的进程。AWS 推出了一系列生成式 AI 产品, 包括 Amazon Bedrock 和 Amazon SageMaker, 前者已吸引了数以万计的企业使用, 并已拥有部分领域(如模型估值等)最好用的生成式 AI 性能。Bedrock 还新增了 Anthropic 的 Claude 3.5 模型、Meta 的 Llama 3.1 模型及 Mistral 的大模型等受客户欢迎的模型。

**CapEx 预计 24H2 继续增加, 自研芯片投资积极**

为了支持生成式 AI 和非生成式 AI 工作的持续增长, 公司加大了在基础设施的投资。2024 年上半年, 公司资本支出已达 305 亿美元, 预计下半年还会继续增加。大部分支出将用于 AWS 的基础设施扩展, 以满足对生成式 AI 和非生成式 AI 工作负载的强劲需求。AWS 积极投资于自主研发的芯片 Trainium 和 Inferentia, 它们提供卓越的相对于价格的性能, 帮助客户应对计算需求的增长。

图24:Amazon 单季度 CapEx 及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

图25:Amazon 单季度 CapEx 营收占比



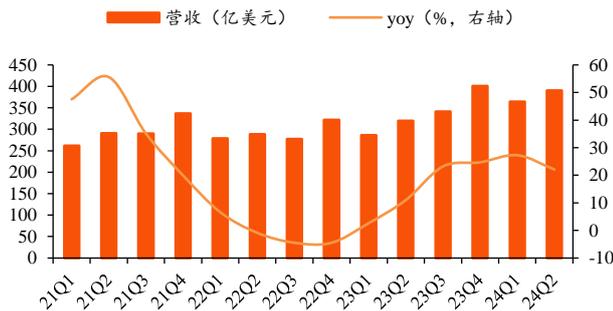
资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

### 1.4. Meta: 预计 2025 年 CapEx 高增, 支持 AI 研究及产品开发

据 Wind, ifind, 公司公告,

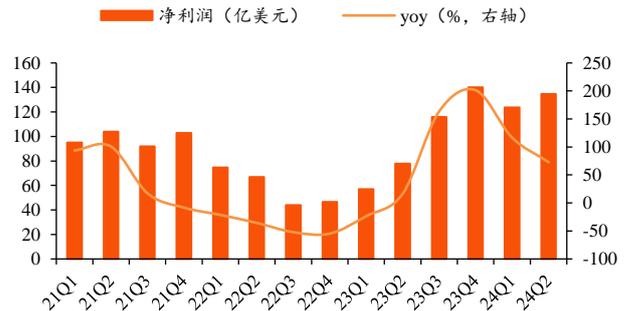
24Q2, Meta 实现营收 390.71 亿美元, 同比+22.10%, 实现净利润 134.65 亿美元, 同比+72.89%。

图26:Meta 单季度营收及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

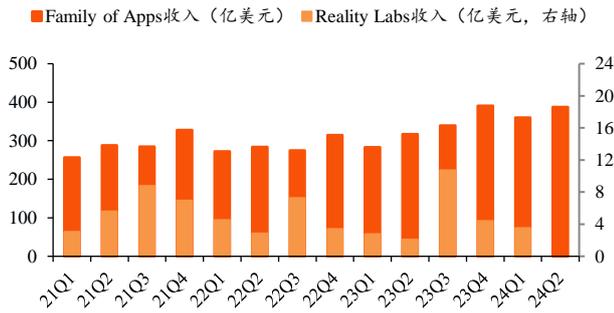
图27:Meta 单季度净利润及增速



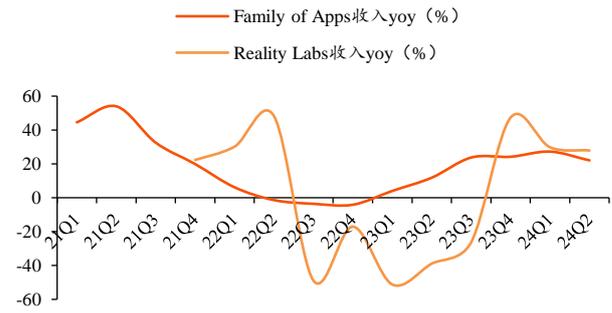
资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

24Q2 分业务看, 1) Family of Apps 实现营收 387.18 亿美元, 同比+22.05%, 营业利润 193.35 亿美元, 同比+47.25%。24Q2 Family of Apps 广告收入达 383 亿美元, 从区域看, 亚太地区广告主收入同比+28%, 表现仍最亮眼 (环比 24Q1 中国广告主高需时期 yoy+41%有所放缓), 从量价看, 广告展示总数及广告均价均同比增长 10%, 主因亚太及世界其他地区推动广告投放, 以及广告效果增强后客户需求增加所致。

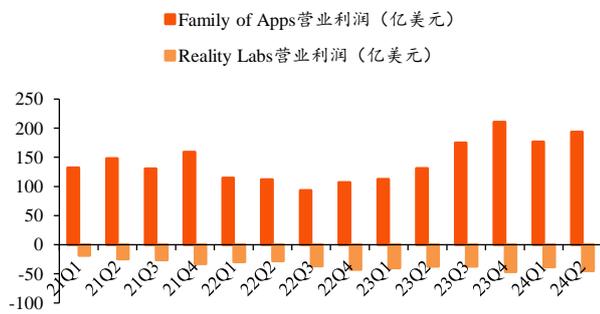
2) Reality Labs 实现营收 3.53 亿美元, 同比+27.90%, 营业利润-44.88 亿美元, 同比+20.03%。收入增长主因 Quest 头显销售推动, 人力费用及库存成本增加, 亏损有所扩大。

**图28:Meta 单季度主营收入结构**


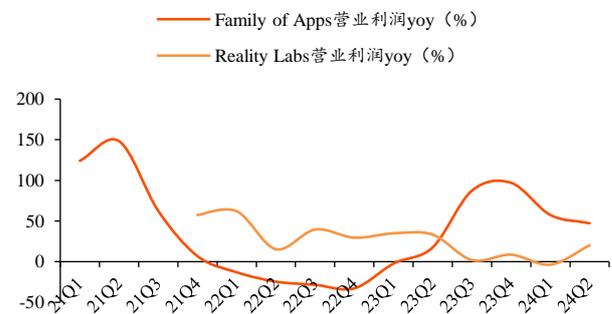
资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

**图29:Meta 单季度主营收入增速**


资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

**图30:Meta 单季度主营营业利润拆分**


资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

**图31:Meta 单季度主营营业利润增速**


资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 甬兴证券研究所

### AI 提升推荐质量及交互度, 赋能主业发展。

随着公司推进更多通用推荐模型, 内容推荐质量会变得更好, 24Q2 公司在 Facebook 上推出了全屏视频播放器和统一视频推荐服务, 将 Reels、长视频和直播整合在一起, 通过延申统一 AI 系统, 提升了 Facebook Reel 的交互度 (效果甚至优于当时从 CPU 向 GPU 的切换)。Reality Labs 方面, 雷朋 Meta 眼镜销量超预期, 得益于 AI 赋能, 需求表现强劲。

### Meta AI, AI studio, Advantage+等齐发力, 构筑 AI 未来生态

24Q1 公司推出 AI 助手 Meta AI, 有望在年底前成为使用最多的人工智能助手; 公司 8 月亦推出了 AI studio, 任何人都可以创建与应用程序交互的人工智能, 同时, AI studio 也用来创建 AI Agents, 可以引导用户与社区聊天, 回答问题, 创建内容等。公司目标是让每个企业都能够将他们的内容放入 AI Agents 中, 推动销售并节约资金。广告方面, Advantage+ 解决方案套件能够帮助客户实现更多广告系列设置的自动化, 美国广告客户在采用 Advantage+ 购物广告系列后, 广告支出回报率提高了 22%。

### Llama 坚持开源定位, Llama 4 剑指榜首。

公司将 Llama 定位开源模型, 保持开源模型更加安全并激励创新观点, Llama 已经可以和最先进的模型进行竞争, 同时公司积极开发 Llama 4, 目标在 2025 年成为行业内最先进模型。由于考虑到 Llama 4 训练所需计算

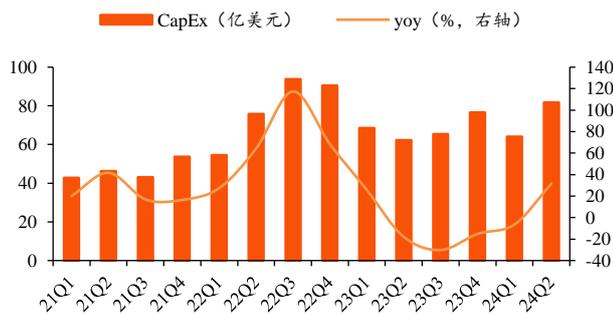
请务必阅读报告正文后各项声明

量可能是 Llama 3 的大约 10 倍，公司正在布局未来几年所需的计算集群和数据

### 预计 2025 年 CapEx 高增，支持 AI 研究及产品开发

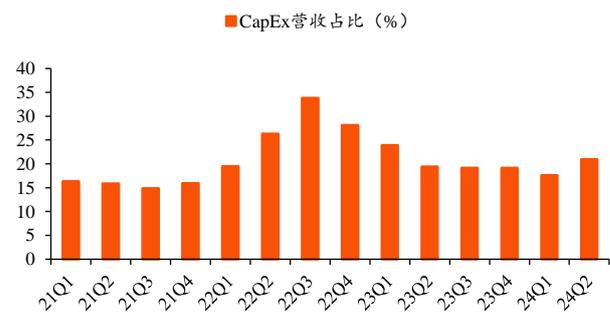
公司 24Q2 资本开支约 85 亿美元（含金融租赁的本金支付），主要投向服务器、数据中心以及网络基础设施。公司将 AI 投资划分为两部分：Core AI 以及 Gen AI，其中 Core AI 部分回报良好，交互度及广告效果提升有效增厚收入，公司未来将坚持以 ROI 为导向的投资策略；Gen AI 部分，公司处在更加偏早期的阶段，并不期望能在 2024 年就产生可观收入，但仍希望未来能够开辟新的收入来源。另外，公司提及会追求 AI 基建的灵活性，例如设计用于 Gen AI 训练的基建也可用于 Gen AI 推理、也可通过调试来用于排名和推荐系统。公司预计 2024 年全年资本开支在 370-400 亿美元之间，相比之前 350-400 亿美元的指引有所上调，2025 年资本开支预计会显著增长，用于支持 AI 研究及产品开发工作。

图32:Meta 单季度 CapEx 及增速



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

图33:Meta 单季度 CapEx 营收占比



资料来源: Wind, ifind, 甬兴证券研究所

## 2. 投资建议

我们认为，海外云厂商资本开支对于国内算力产业链景气度具备较强前瞻指导意义，建议关注国内受益于算力建设的公司，标的方面建议关注海光信息，中科曙光，卓易信息，寒武纪，景嘉微，紫光股份，烽火通信，高新发展等。

## 3. 风险提示

1、行业竞争加剧风险：行业景气度高，可能吸引较多新进入者，产生行业竞争加剧风险。

2、商业化进度不及预期风险：若算力行业应用端落地进度不及预期，可能导致产业链资本回报下降，影响行业长期发展。

3、技术路线调整风险：若前沿技术快速迭代，可能造成技术路线的调整，企业或面临前期投入损失风险。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

**重要声明**

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。