

谷歌

云计算超预期，自由现金流转负



白洋 分析员

互联网

SAC 执证编号: S0080520110002

SFC CE Ref: BGN055

yang3.bai@cicc.com.cn



陶冶 分析员

电信软件教育

SAC 执证编号: S0080521050011

SFC CE Ref: BRF584

ye3.tao@cicc.com.cn



肖俨衍 分析员

互联网

SAC 执证编号: S0080521010001

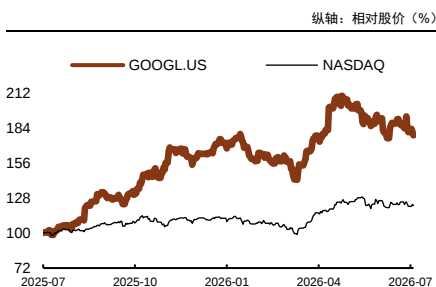
SFC CE Ref: BIL686

yanyan.xiao@cicc.com.cn

● 维持跑赢行业

股票代码	股票评级	目标价
GOOGL.US	→ 跑赢行业	美元 407.91

股票代码	GOOGL.US
最新收盘价	美元 342.09
52 周最高价/最低价	美元 408.61~187.82
总市值(亿)	美元 41,637.3



(美元 百万)	2024A	2025A	2026E	2027E
净收入	350,018	402,836	500,231	622,102
增速	13.9%	15.1%	24.2%	24.4%
净利润	100,118	132,170	252,492	181,743
增速	35.7%	32.0%	91.0%	-28.0%
非通用准则净利润	122,903	157,123	284,785	222,180
增速	27.7%	27.8%	81.3%	-22.0%
每股净利润	8.11	10.81	20.51	14.77
非通用准则每股净利润	9.95	12.85	23.14	18.05
每股净资产	26.33	33.96	56.87	74.92
每股销售额	28.35	32.94	40.64	50.54
每股经营现金流	10.15	13.47	27.47	21.18
市盈率	42.2	31.6	16.7	23.2
非通用准则市盈率	34.4	26.6	14.8	19.0
市净率	13.0	10.1	6.0	4.6
市销率	12.1	10.4	8.4	6.8
平均总资产收益率	28.8%	30.1%	37.9%	21.5%
平均净资产收益率	40.4%	42.4%	51.1%	27.4%

资料来源: Wind, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

更多作者及其他信息请见文末披露页

● 业绩回顾

2026 年 2 季度收入高于一致预期 2.4%，净利润大幅超一致预期

公司 2Q26 收入 1,198 亿美元，超一致预期 2.4%，同增 24%，其中 Google 广告收入和云收入分别超一致预期 0.6% 和 10.5%；净利润 1,122 亿美元，大幅超一致预期，同增 298%，主要系本季股权证券公允价值变动产生 980 亿美元净未实现收益。

发展趋势

广告主业基本符合预期。2Q26 Google 广告收入同增 14.4%，超一致预期 0.6%，其中核心搜索广告同增 16.8%，主要系 Gemini 结合搜索带来增量，长尾搜索关键词加深理解与匹配。搜索 Queries 在世界杯期间创新高，AI Mode 月活用户超过 10 亿；YouTube 广告同增 12.9%，超一致预期 2.4%，由直接响应及品牌广告驱动。Google 订阅、平台及设备收入同增 15.2%，超一致预期 3%，由 YouTube 订阅及 Google One AI 套餐推动，目前 Gemini App 月活用户已达 9.5 亿。

云计算超预期，资本开支指引再上调。2Q26 谷歌云收入同增 82% 至 248 亿美元，超一致预期 10.5%，积压订单增至 5,140 亿美元。云业务经营利润率 35.6%，环比提升 2.7ppt，TPU 系统从本季度开始交付并确认收入，所占规模尚小，大部分交付将于 27 年实现，目前我们判断 TPU 外售不会显著拖累经营利润率。资本开支 449 亿美元，公司将 26 年 Capex 指引上调至 1,950-2,050 亿美元，预计 27 年 Capex 显著高于 26 年。本季自由现金流首次转负，为 -59 亿元，符合我们预期，往后看 1-2 年，自由现金流压力可能会加大，公司有息负债从去年同期 160 亿美元增至本季 1000 亿美元。本季度分红 27 亿美元，股票回购金额为 0。

盈利预测与估值

谷歌当前交易于 16.7x/23.2x 2026e/2027e P/E。我们基于云计算、TPU 逐步放量等强劲增长，分别上调 2026/2027 年收入 1.5%/5% 至 5,002/6,221 亿美元，上调 2026/2027 年净利润 42%/6% 至 2,525/1,817 亿美元。维持“跑赢行业”评级，基于 SOTP 估值法（云计算 P/S 估值，其他业务 P/E 估值）维持目标价 407.91 美元，对应 20x/28x 2026e/2027e P/E，较当前股价有 19% 上行空间。

风险

宏观经济不确定性；AI 业务发展不及预期；监管不确定性。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



财务报表和主要财务比率

财务报表(百万美元)	2024A	2025A	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	350,018	402,836	500,231	622,102	营业收入	13.9%	15.1%	24.2%	24.4%
营业成本	-146,306	-162,535	-192,724	-238,854	营业利润	33.3%	14.8%	33.4%	24.9%
销售管理费用	-41,996	-50,175	-58,451	-67,854	EBITDA	32.7%	17.6%	32.4%	29.5%
研发费用	-49,326	-61,087	-76,917	-100,361	净利润	35.7%	32.0%	91.0%	-28.0%
其他	0	0	0	0	Non-GAAP 净利润	27.7%	27.8%	81.3%	-22.0%
营业利润	112,390	129,039	172,139	215,033	盈利能力				
财务费用	0	0	0	0	毛利率	58.2%	59.7%	61.5%	61.6%
其他利润	3,620	26,568	137,289	5,153	营业利润率	32.1%	32.0%	34.4%	34.6%
利润总额	119,815	158,826	309,805	218,967	EBITDA 利润率	36.5%	37.3%	39.7%	41.4%
所得税	-19,697	-26,656	-57,313	-37,224	净利率	28.6%	32.8%	50.5%	29.2%
净利润	100,118	132,170	252,492	181,743	Non-GAAP 净利率	35.1%	39.0%	56.9%	35.7%
少数股东损益	0	0	0	0	偿债能力				
非通用准则净利润	122,903	157,123	284,785	222,180	流动比率	1.84	2.01	3.17	2.23
EBITDA	127,701	150,175	198,836	257,552	速动比率	1.84	2.01	3.17	2.23
资产负债表					现金比率	0.26	0.30	2.04	1.37
货币资金	23,466	30,708	219,360	176,766	资产负债率	27.8%	30.2%	23.0%	20.0%
应收账款及票据	52,340	62,886	63,091	79,947	净债务资本比率	净现金	3.8%	净现金	净现金
存货	0	0	0	0	回报率分析				
其他流动资产	87,905	112,444	58,647	30,209	总资产收益率	28.8%	30.1%	37.9%	21.5%
流动资产合计	163,711	206,038	341,098	286,923	净资产收益率	40.4%	42.4%	51.1%	27.4%
固定资产及在建工程	171,036	246,597	419,647	704,783	每股指标				
无形资产及其他长期资产	31,885	33,380	33,380	33,380	每股净利润(美元)	8.11	10.81	20.51	14.77
非流动资产合计	286,545	389,243	568,304	866,055	非通用准则每股净利润(美元)	9.95	12.85	23.14	18.05
资产合计	450,256	595,281	909,402	1,152,978	每股净资产(美元)	26.33	33.96	56.87	74.92
短期借款	0	0	0	0	每股销售额(美元)	28.35	32.94	40.64	50.54
应付账款	7,987	12,200	8,760	10,642	每股经营现金流(美元)	10.15	13.47	27.47	21.18
其他流动负债	81,135	90,545	98,727	118,241	估值分析				
流动负债合计	89,122	102,745	107,487	128,883	市盈率	42.2	31.6	16.7	23.2
长期借款	10,883	46,547	46,547	46,547	非通用准则市盈率	34.4	26.6	14.8	19.0
非流动负债合计	36,050	77,271	101,865	101,865	市净率	13.0	10.1	6.0	4.6
负债合计	125,172	180,016	209,352	230,748	EV/EBITDA	32.5	27.8	20.1	15.7
少数股东权益	0	0	0	0	股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益合计	325,084	415,265	700,050	922,230					
负债及股东权益合计	450,256	595,281	909,402	1,152,978					
现金流量表									
税前利润	119,815	158,826	309,805	218,967					
折旧和摊销	15,311	21,136	26,697	42,519					
营运资本变动	-8,406	618	2,611	-335					
其他	-1,421	-15,867	-963	-444					
经营活动现金流	125,299	164,713	338,151	260,708					
资本开支	-52,535	-91,447	-199,747	-327,655					
其他	6,999	-28,844	50,248	24,353					
投资活动现金流	-45,536	-120,291	-149,499	-303,302					
股权融资	-74,412	-59,876	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	-5,321	22,488	0	0					
筹资活动现金流	-79,733	-37,388	0	0					
汇率变动对现金的影响	-612	208	0	0					
现金净增加额	-582	7,242	188,652	-42,594					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

Alphabet (Alphabet Inc., NASDAQ: GOOGL.US) 是位于美国加州知名科技公司，于 2015 年 10 月经 Google 组织架构调整后成立。Google 公司是 Alphabet 最大的子公司（成立于 1994 年），由拉里·佩奇和谢尔盖·布林共同创建，是全球份额最大的搜索引擎公司，业务包括互联网搜索、云计算、广告技术等，同时开发并提供大量基于互联网的产品与服务，其中广告业务是 Google 收入占比最高的业务（包括搜索广告、YouTube 广告和广告联盟）。此外，Alphabet 旗下还拥有 Calico、CapitalG、Waymo 等 13 家子公司，作为创新业务发展的源泉。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：盈利预测调整表

(百万美元)	调整前		调整后		+/-	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
营业收入	492,830	592,420	500,231	622,102	1.5%	5.0%
毛利润	302,215	354,859	307,507	383,248	1.8%	8.0%
净利润	177,744	171,128	252,492	181,743	42.1%	6.2%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：SOTP 估值表

单位：百万美元	
2027年营业收入	622,102
预测收入 YoY	24.4%
2027年GAAP净利润	181,743
预测GAAP 净利润率	29.2%
预测GAAP 净利润YoY	-28.0%
SOTP 估值法	
2027年Google云计算收入	179,083
预测云计算收入 YoY	65.6%
估值方式	P/S
给予估值倍数	12x
Google云计算估值	2,148,996
2027年除云计算外的主业净利润	131,430
估值方式	GAAP P/E
给予估值倍数	22x
2027年除云计算外的主业估值	2,878,310
上市公司总估值	5,027,306
总股本（百万股，diluted）	12,309
目标价（美元）	408
当前价格（美元）	342.1
上行空间	19.4%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表 3：季度财务数据

收入构成（百万美元）	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
收入	68,011	69,685	69,092	76,048	69,787	74,604	76,693	86,310	80,539	84,742	88,268	96,469	90,234	96,428	102,346	113,828	109,896	119,796
同比增速	23.0%	12.6%	6.1%	1.0%	2.6%	7.1%	11.0%	13.5%	15.4%	13.6%	15.1%	11.8%	12.0%	13.8%	15.9%	18.0%	21.8%	24.2%
环比增速	-9.7%	2.5%	-0.9%	10.1%	-8.2%	6.9%	2.8%	12.5%	-6.7%	5.2%	4.2%	9.3%	-6.5%	6.9%	6.1%	11.2%	-3.5%	9.0%
按业务：																		
谷歌服务	61,472	62,841	61,377	67,838	61,961	66,285	67,986	76,311	70,398	73,928	76,510	84,094	77,264	82,543	87,052	95,862	89,637	94,540
谷歌云	5,821	6,276	6,868	7,315	7,454	8,031	8,411	9,192	9,574	10,347	11,353	11,955	12,260	13,624	15,157	17,664	20,028	24,768
其他业务	440	193	209	226	288	285	297	657	495	365	388	400	450	373	344	370	411	382
对冲收益	278	375	638	669	84	3	(1)	150	72	102	17	20	260	(112)	(207)	(68)	(180)	106
各业务占比：																		
谷歌服务	90.4%	90.2%	88.8%	89.2%	88.8%	88.8%	88.6%	88.4%	87.4%	87.2%	86.7%	87.2%	85.6%	85.6%	85.1%	84.2%	81.6%	78.9%
谷歌云	8.6%	9.0%	9.9%	9.6%	10.7%	10.8%	11.0%	10.6%	11.9%	12.2%	12.9%	12.4%	13.6%	14.1%	14.8%	15.5%	18.2%	20.7%
其他业务	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.8%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%
对冲收益	0.4%	0.5%	0.9%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	0.1%
按业务同比增速：																		
谷歌服务	20.1%	10.1%	2.5%	-2.3%	0.8%	5.5%	10.8%	12.5%	13.6%	11.5%	12.5%	10.2%	9.8%	11.7%	13.8%	14.0%	16.0%	14.5%
谷歌云	43.8%	35.6%	37.6%	32.0%	28.1%	28.0%	22.5%	25.7%	28.4%	28.8%	35.0%	30.1%	28.1%	31.7%	33.5%	47.8%	63.4%	81.8%
其他业务	122.2%	0.5%	14.8%	24.9%	-34.5%	47.7%	42.1%	190.7%	71.9%	28.1%	30.6%	-39.1%	-9.1%	2.2%	-11.3%	-7.5%	-8.7%	2.4%

核心财务指标（百万美元）	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
收入	68,011	69,685	69,092	76,048	69,787	74,604	76,693	86,310	80,539	84,742	88,268	96,469	90,234	96,428	102,346	113,828	109,896	119,796
同比增速	23.0%	12.6%	6.1%	1.0%	2.6%	7.1%	11.0%	13.5%	15.4%	13.6%	15.1%	11.8%	12.0%	13.8%	15.9%	18.0%	21.8%	24.2%
营业成本	(29,599)	(30,104)	(31,158)	(35,342)	(30,612)	(31,916)	(33,229)	(37,575)	(33,712)	(35,507)	(36,474)	(40,613)	(36,361)	(39,039)	(41,369)	(45,766)	(41,271)	(45,943)
毛利润	38,412	39,581	37,934	40,706	39,175	42,688	43,464	48,735	46,827	49,235	51,794	55,856	53,873	57,389	60,977	68,062	68,625	73,853
毛利率	56.5%	56.8%	54.9%	53.5%	56.1%	57.2%	56.7%	56.5%	58.1%	58.1%	58.7%	57.9%	59.7%	59.5%	59.6%	59.8%	62.4%	61.6%
研发费用	(9,119)	(9,841)	(10,273)	(10,267)	(11,468)	(10,588)	(11,258)	(12,113)	(11,903)	(11,860)	(12,447)	(13,116)	(13,556)	(13,808)	(15,151)	(18,572)	(17,032)	(18,219)
研发费用率	13.4%	14.1%	14.9%	13.5%	16.4%	14.2%	14.7%	14.0%	14.8%	14.0%	14.1%	13.6%	15.0%	14.3%	14.8%	16.3%	15.5%	15.2%
销售费用	(5,825)	(6,630)	(6,929)	(7,183)	(6,533)	(6,781)	(6,884)	(7,719)	(6,426)	(6,792)	(7,227)	(7,363)	(6,172)	(7,101)	(7,205)	(8,215)	(7,606)	(8,403)
销售费用率	8.6%	9.5%	10.0%	9.4%	9.4%	9.1%	9.0%	8.9%	8.0%	8.0%	8.2%	7.6%	6.8%	7.4%	7.0%	7.2%	6.9%	7.0%
管理费用	(3,374)	(3,657)	(3,597)	(5,096)	(3,759)	(3,481)	(3,979)	(5,206)	(3,026)	(3,158)	(3,599)	(4,405)	(3,539)	(5,209)	(7,393)	(5,341)	(4,291)	(6,461)
管理费用率	5.0%	5.2%	5.2%	6.7%	5.4%	4.7%	5.2%	6.0%	3.8%	3.7%	4.1%	4.6%	3.9%	5.4%	7.2%	4.7%	3.9%	5.4%
营业利润	20,094	19,453	17,135	18,160	17,415	21,838	21,343	23,697	25,472	27,425	28,521	30,972	30,606	31,271	31,228	35,934	39,696	40,770
谷歌服务	21,973	21,621	18,883	20,222	21,737	23,454	23,937	26,730	27,897	29,674	30,856	32,836	32,682	33,063	33,527	40,132	40,589	39,544
谷歌云	(706)	(590)	(440)	(186)	191	395	266	864	900	1,172	1,947	2,093	2,177	2,826	3,594	5,313	6,598	8,814
其他业务	(835)	(1,339)	(1,225)	(1,237)	(1,225)	(813)	(1,194)	(863)	(1,020)	(1,134)	(1,116)	(1,174)	(1,226)	(1,246)	(1,426)	(3,617)	(2,100)	(1,799)
企业未分配成本	(338)	(239)	(83)	(639)	(3,288)	(1,198)	(1,666)	(3,034)	(2,305)	(2,287)	(3,166)	(2,783)	(3,027)	(3,372)	(4,467)	(5,894)	(5,391)	(5,789)
营业利润率	29.5%	27.9%	24.8%	23.9%	25.0%	29.3%	27.8%	27.5%	31.6%	32.4%	32.3%	32.1%	33.9%	32.4%	30.5%	31.6%	36.1%	34.0%
净利润	16,436	16,002	13,910	13,624	15,051	18,368	19,689	20,687	23,662	23,619	26,301	26,536	34,540	28,196	34,979	34,455	62,578	112,193
净利润率	24.2%	23.0%	20.1%	17.9%	21.6%	24.6%	25.7%	24.0%	29.4%	27.9%	29.8%	27.5%	38.3%	29.2%	34.2%	30.3%	56.9%	93.7%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 4：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	收盘价	市值（百万美元）	市销率		非通用准则市盈率		市盈率	
					2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
META.US	脸书(META PLATFORMS)*	USD	627.17	1,592,023	6.4	5.3	14.8	13.9	19.2	18.7
MSFT.US	微软公司*	USD	390.34	2,899,615	7.5(a)	N.M.	19.2(a)	N.M.	19.2(a)	N.M.
AAPL.US	苹果(APPLE)*	USD	325.89	4,786,462	10.2	9.2	37.3	34.8	37.3	34.8
GOOGL.US	谷歌*	USD	342.09	4,163,732	8.4	6.8	14.8	19.0	16.7	23.2
EA.US	艺电(ELECTRONIC ARTS)	USD	208.95	52,382	6.4(a)	6.2(a)	23.5(a)	21.9(a)	24.2(a)	21.7(a)
RBLX.US	ROBLOX*	USD	49.64	35,675	6.1	5.2	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
TTWO.US	TAKE-TWO 互动软件*	USD	233.58	43,368	5.3(a)	4.8(a)	36.5(a)	20.9(a)	312.3(a)	46.9(a)
AMZN.US	亚马逊*	USD	244.85	2,633,878	3.2	3.0	24.7	22.6	24.7	22.6
SE.US	SEA*	USD	104.88	64,237	2.2	1.7	34.8	23.0	34.8	23.0
GOTO.IJ	GoTo Gojek Tokopedia 公司*	IDR	50.00	3,324	2.5	2.1	133.2	3.0	133.2	3.0
MELI.US	MERCADOLIBRE	USD	1799.21	93,902	2.3	1.8	46.1	32.7	46.9	33.1
DASH.US	DOORDASH*	USD	177.73	77,440	4.4	3.6	26.5	20.0	68.0	42.0
GRAB.US	GRAB*	USD	3.35	13,737	3.3	2.7	25.4	13.4	25.4	13.4
UBER.US	优步(UBER TECHNOLOGIES)*	USD	70.33	143,164	2.5	2.2	18.6	12.2	18.6	12.2
NFLX.US	奈飞(NETFLIX)*	USD	68.53	285,355	5.8	5.3	18.9	18.4	19.3	18.9
BKNG.US	BOOKING*	USD	177.86	137,820	4.7	4.2	16.4	13.9	17.0	14.5
EXPE.US	亿客行(EXPEDIA)*	USD	261.08	31,335	1.9	1.7	12.0	8.4	12.0	8.4
ABNB.US	爱彼迎*	USD	140.05	84,409	6.1	5.4	28.9	23.9	28.9	23.9
SNAP.US	SNAP	USD	4.47	8,717	1.3	1.2	9.1	7.5	9.3	7.4
SPOT.US	SPOTIFY TECHNOLOGY*	EUR	474.16	97,598	4.5	3.9	30.2	22.9	33.4	24.8

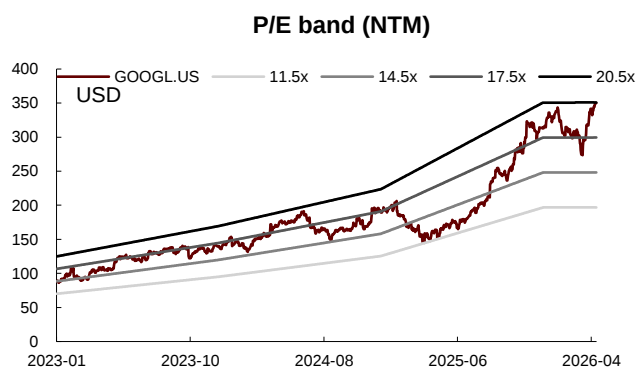
注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

标有(a)的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年

META.US, MSFT.US, AAPL.US, GOOGL.US, EA.US, RBLX.US, TTWO.US, AMZN.US, SE.US, MELI.US, DASH.US, GRAB.US, UBER.US, NFLX.US, BKNG.US, EXPE.US, ABNB.US, SNAP.US, SPOT.US 收盘于北京时间 2026-07-22

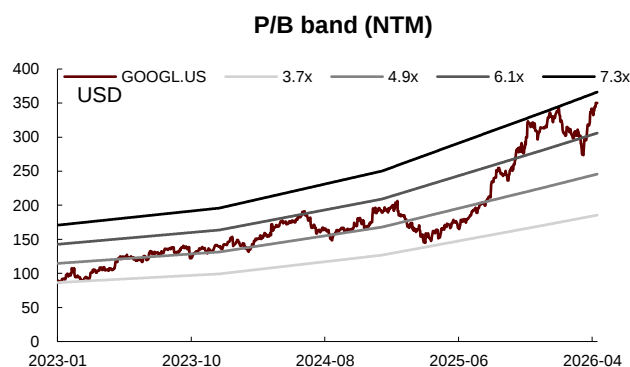
资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

图表 5：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 6：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

团队信息



白洋 分析员

互联网

SAC 执证编号: S0080520110002

SFC CE Ref: BGN055

yang3.bai@cicc.com.cn



陶冶 分析员

电信软件教育

SAC 执证编号: S0080521050011

SFC CE Ref: BRF584

ye3.tao@cicc.com.cn



肖俨衍 分析员

互联网

SAC 执证编号: S0080521010001

SFC CE Ref: BIL686

yanyan.xiao@cicc.com.cn



曹萌 分析员

电信软件教育

SAC 执证编号: S0080524080006

SFC CE Ref: BWF811

meng.cao@cicc.com.cn

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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和/或交易观点。中金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。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：张莹



北京 中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层

邮编: 100004

电话: (86-10) 6505 1166

传真: (86-10) 6505 1156

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号

汇亚大厦 29 层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市南山区科苑南路 2801 号

中金大厦 17-21 层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319 5000

传真: (86-755) 8319-9229

香港

中国国际金融（国际）有限公司

香港中环港景街 1 号

国际金融中心第一期 29 楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

东京

中国国际金融日本株式会社

〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3 号

丸の内二重橋ビル 2 1 階

Tel: (+813) 3201 6388

Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc

280 Park Ave, 32nd Floor,

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore)
Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1718

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH

Neue Mainzer Straße 52-58, 60311

Frankfurt a.M, Germany

Tel: (+49-69) 24437 3560