

软件 & IT 服务

海外云厂商：营收增速环比加快，利润率表现分化

对于美国龙头云厂商，云业务的增长情况已经逐步成为助推公司股价增长的重要推动力。在 2Q25 业绩中，我们观察到如下趋势：1) 因需求端持续强劲，整体龙头厂商云业务营收同比增速环比加快，且趋势有望持续。2Q25 亚马逊 AWS、谷歌云、微软智能云板块营收合计同比增长 23% (1Q25: 20%; 2Q24: 21%)，而谷歌云和微软 Azure 云展现出的加速趋势更为明显。2) 因观察到需求端持续强劲，龙头云厂商资本开支水平进一步上调，并指出供给端受限部分影响到合同履行，且目前能见度下认为供给受限的情况将在未来的 6 个月延续。3) AI 相关资本开支的投资对利润率端带来的影响，对于此前云业务已经较具规模的龙头公司而言逐步显现，但其他核心业务的运营效率进一步提升或有望缓和集团层面的利润率影响，如尽管微软智能云/亚马逊 AWS 的 2Q25 业务分部利润率同比下滑 0.7ppts/2.6ppts，但公司整体的经营利润率分别同比提升 1.8ppts/1.5ppts，且微软指引其 FY26 集团经营利润率有望维持稳定。此外，对于 Meta 而言，公司逐步证明其对于 AI 的投入有能力赋能广告主业进一步高效增长、具备较高的 ROI。我们维持对于 Meta、微软、亚马逊、谷歌的买入评级。

■ **AI 相关投资助力云业务及主业营收增长加速。**2Q25 海外龙头云厂商整体云业务营收增长展现加速趋势，主因需求端持续强劲，且我们认为趋势有望在 3Q25 延续。**谷歌：**2Q25 谷歌云收入同比增长 32%至 136 亿美元 (1Q25: +28%)，订单金额同比增长 38%至 1060 亿美元，得益于客户对 GCP 核心产品与 AI 产品的强劲需求；**微软：**2Q25 智能云业务板块中的 Azure 及其他云服务收入同比增长 39% (此前指引: 34-35%)，我们预计 3Q25 此类营收将同比增长 37%；**亚马逊：**2Q25 AWS 实现收入 309 亿美元，同比增长 17.5% (1Q25: 16.9%)，我们预计 3Q25/4Q25 AWS 收入将同比增长 18.0%/18.5%；**Meta：**2Q25 Meta 广告收入同比增长 21%至 466 亿美元 (1Q25: 同比增长 16%)，得益于 AI 提升用户活跃度及广告效果，AI 优化广告及内容推荐模型，Facebook 广告转化效果/用户使用时长分别提升 3/5%。

■ **资本开支：因需求端信号明显进一步加大资本开支。**2Q25 微软、谷歌、亚马逊、Meta 资本开支 (公司口径，含融资租赁) 合计 950 亿美元 (1Q25: 766 亿)，同比增长 67% (1Q25: 64%; 2Q24: 66%)。**谷歌：**管理层业绩后上调 FY25 全年资本支出指引至 850 亿美元 (前值: 750 亿美元)，同比增长约 62%，资本支出的增加将更好满足客户对谷歌云的强劲需求，但同时后续利润率造成一定压力；**微软：**2Q25 (4QFY25) 资本开支 242 亿美元，同比增长 27%，管理层预期 3Q25 资本开支将超 300 亿美元；**亚马逊：**2Q25 现金资本支出为 314 亿美元 (1Q25: 243 亿美元)，管理层指引该数字将基本代表 2H25 的季度资本支出投入率，据此计算全年水平约为 1180 亿美元；**Meta：**管理层指引 FY25 资本支出 660 亿-720 亿美元 (同比增长 68%-84%)，并预计 FY26 资本支出的绝对值增长将保持和 FY25 相近的水平 (同比增加约 300 亿美元)，主要满足核心广告业务的推理需求以及下一代大模型的训练。

优于大市
(维持)

软件 & IT 服务行业

贺赛一, CFA

(852) 3916 1739

hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶, CFA

franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA

luwentao@cmbi.com.hk

马泽慧

(852) 3761 8838

joannama@cmbi.com.hk

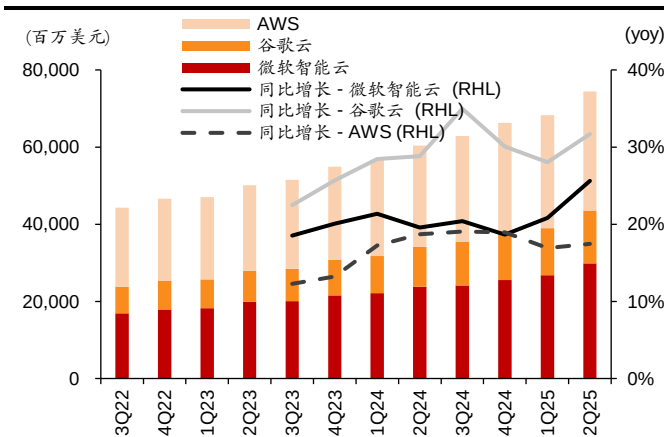
相关报告：

1. [Amazon \(AMZU US\) - Solid 2Q25 results; AWS revenue and earnings growth remain key to watch - 4 Aug](#)
2. [Coinbase \(COIN US\) - Soft crypto market sentiment impacted 2Q25 results; eyes on new growth opportunities - 4 Aug](#)
3. [Meta \(META US\): 2Q25 results beat; AI drives core business growth - 1 Aug](#)
4. [Microsoft \(MSFT US\): Results a solid beat; cloud acceleration better than expectation driven by strong demand - 1 Aug](#)
5. [ServiceNow \(NOW US\) - 2Q25 earnings beat; AI drove strong cRPO growth and margin expansion - 25 Jul](#)
6. [Alphabet \(GOOG US\) - 2Q25 results beat on solid search and cloud businesses - 25 Jul](#)
7. [AI 主题研究 - 1H25 中美大模型及 AI 应用发展复盘：模型能力持续提升，商业化持续推进 - 27 Jun](#)
8. [Adobe \(ADBE US\) - Adobe: Inline 2QFY25 results; AI products on track to hit its US\\$250mn ARR target by end-FY25 - 16 Jun](#)
9. [Salesforce \(CRM US\) - 1QFY26 cRPO growth beats expectation; Data Cloud & AI momentum continues - 30 May](#)
10. [Microsoft \(MSFT US\)：微软 2025 Build 大会：构建开放 AI 智能体网络 - 30 May](#)
11. [Alphabet \(GOOG US\)：谷歌 2025 年 I/O 大会：AI 提升各场景用户体验 - 28 May](#)
12. [Palo Alto Network \(PANW US\) - AI related ARR continue ramping up - 22 May](#)
13. [Datadog \(DDOG US\) - 1Q results beat; investment sustained to drive for business growth - 7 May](#)

行业趋势：云营收同比增速环比进一步加快，利润率表现分化

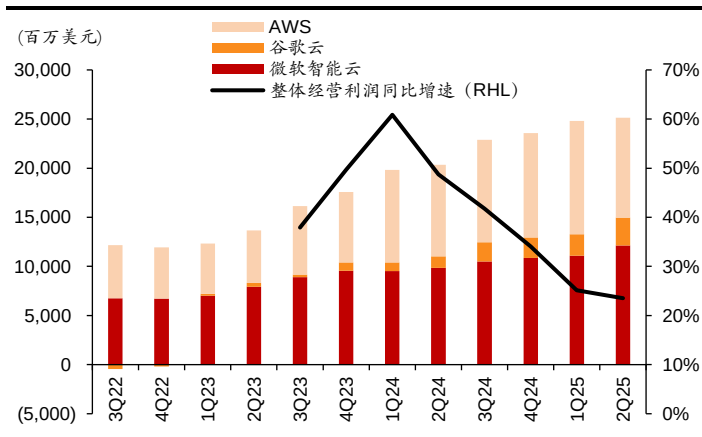
对于美国龙头云厂商，云业务的增长情况已经逐步成为助推公司股价增长的重要推动力。在 2Q25 业绩中，我们观察到如下趋势：1) 因需求端持续强劲，整体龙头厂商云业务营收同比增速环比加快，亚马逊 AWS、谷歌云、微软智能云营收 2Q25 合计同比增长 23%（1Q25: 20%; 2Q24: 21%），而谷歌云和微软 Azure 云展现出的趋势更为明显。2) 因观察到需求端持续强劲，龙头云厂商资本开支水平进一步上调，并持续指引供给端受限部分影响到合同履行，且目前能见度下认为供给受限的情况将在未来的 6 个月延续。3) AI 相关资本开支的投资对利润率端带来的影响，对于此前云业务已经较具规模的龙头公司而言逐步显现，但其他核心业务的运营效率进一步提升或有望缓和集团层面的利润率影响，如尽管微软智能云/亚马逊 AWS 的 2Q25 业务分部利润率同比下滑 0.7ppts/2.6ppts，但公司整体的经营利润率分别同比提升 1.8ppts/1.5ppts。此外，对于 Meta 而言，公司逐步证明其对于 AI 的投入有能力赋能主业进一步高效增长、具备较高的 ROI。我们维持对于 Meta、微软、亚马逊、谷歌的买入评级。

图 1：美国云厂商：云业务单元营收增速



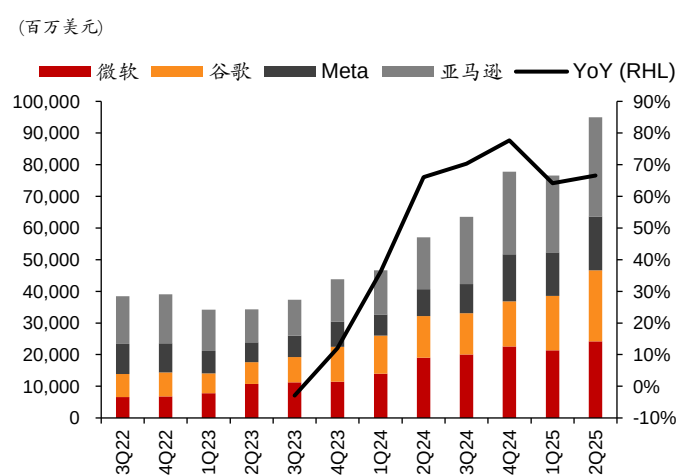
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 2：美国云厂商：云业务经营利润及同比增速



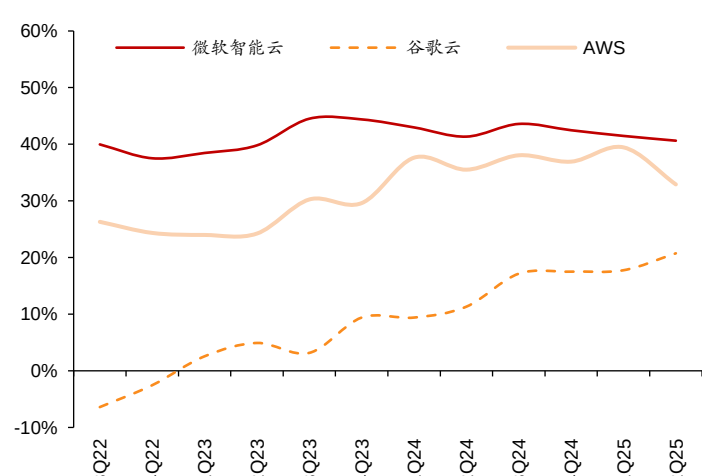
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 3：美国主要科技厂商：资本开支趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 4：美国云厂商：云业务利润率



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

Meta: AI 拉动广告收入增长, 持续加大资本开支

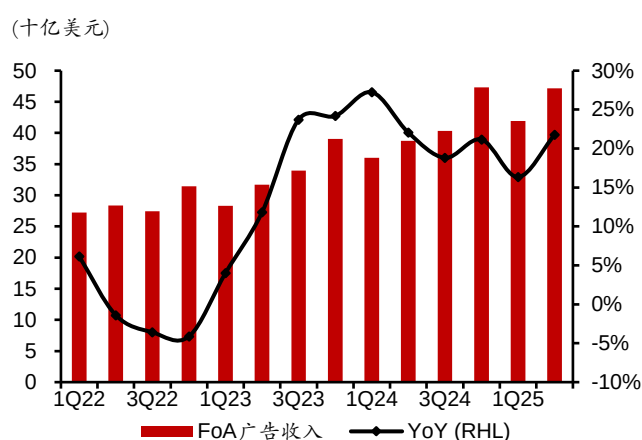
Meta 2Q25 广告收入同比增长 21%至 466 亿美元 (1Q25 同比增长 16%)，增速有所回升，得益于 AI 推动用户活跃度提升及广告效果改善，包括：1) AI 优化广告推荐模型，推动 Facebook 和 Instagram 广告转化分别提升 3%和 5%；2) AI 优化内容推荐系统，推动 Facebook 和 Instagram 用户使用时长分别增加 5%和 6%；3) 生成式 AI 广告创意工具 Advantage+降低广告投放成本，目前已有约 200 万广告主正使用视频生成、视频扩展等生成式 AI 功能。

我们预计 Meta FY25 运营利润率同比下降约 1 个百分点，FY26 运营利润率进一步承压，主要由于折旧费用及人力费用增长加速，部分被 AI 带来的收入增长所抵消。Meta 指引 FY25 总费用为 1140 亿-1180 亿美元，同比增长 20%-24%，且预计 FY26 总费用同比增速将进一步加速，主要由于折旧费用增长、基础设施运营成本上升，以及新增技术人才的薪酬成本增加。

Meta 指引 FY25 资本支出 660 亿-720 亿美元 (同比增长 68%-84%)，并预计 FY26 资本支出的绝对值增长规模将保持和 FY25 相近的水平 (同比增加约 300 亿美元)，主要投入到 IDC 及服务器。

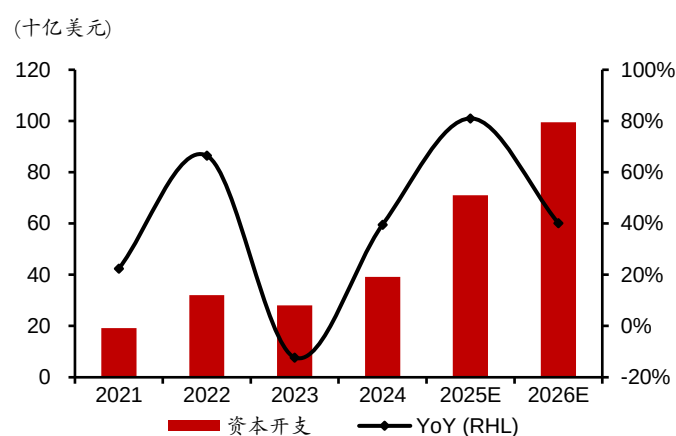
展望未来，我们预计公司 FY25/26E 总收入同比增长 19%/15%，其中广告收入同比增长 19%/15%，主要得益于 AI 拉动用户活跃度和广告转化效果；但由于费用增长加速，我们预计 FY25/26E 净利润同比增长 16%/6%，增长有所放缓。

图 5: Meta: FoA 广告收入



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 6: Meta: 资本开支

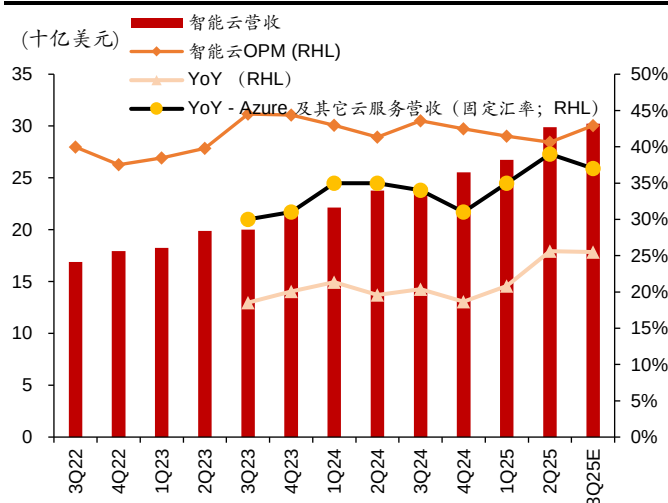


资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

微软 Azure: 云计算收入强劲增长且超预期, 高增速有望持续

微软智能云部门在 4QFY25 (财年结于 6 月) 营收为 299 亿美元 (占总营收的 39%)，同比增长 26%；该部门旗下的 Azure 及其他云服务营收同比增长 39% (3QFY25: 33%)，优于公司此前 34%-35% 的预期。管理层预计，1QFY26 智能云部门营收同比增长 25%-26%，其中按固定汇率计算，Azure 营收同比增长 37%。

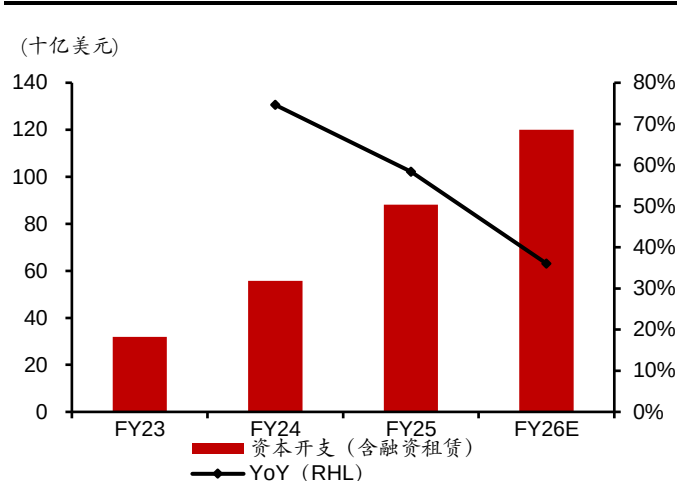
图 7: 微软智能云: 收入及同比增长



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

注: 3Q25E 对应 1QFY26E

图 8: 微软: 资本开支



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

微软 4QFY25 资本支出（含融资租赁）为 242 亿美元，同比增长 27%，整个财年的资本支出总计 882 亿美元，同比增长 58%。管理层表示，云服务需求仍在持续提升，并计划 1QFY26 投入超过 300 亿美元的资本支出（1QFY25 为 200 亿美元），以满足尚未得到满足的需求。对于 2026 财年，管理层预计资本支出的增速将较 2025 财年有所放缓，且短期资产的占比会更高。同时，鉴于新增产能的交付时间安排，2026 财年上半年增速将高于下半年。我们预测微软 FY26 资本支出为 1200 亿美元。

利润率方面，4QFY25（2Q25）尽管微软智能云业务单元经营利润率同比下降 0.7ppts，但生产力和生产流程单元及更多个人计算业务单元的经营效率均有所提升，运营利润率分别同比提升 2.6ppts 和 4.3ppts 至 57.4%/23.7%，从而带动公司整体经营利润率同比提升 1.88ppts 至 44.9%。

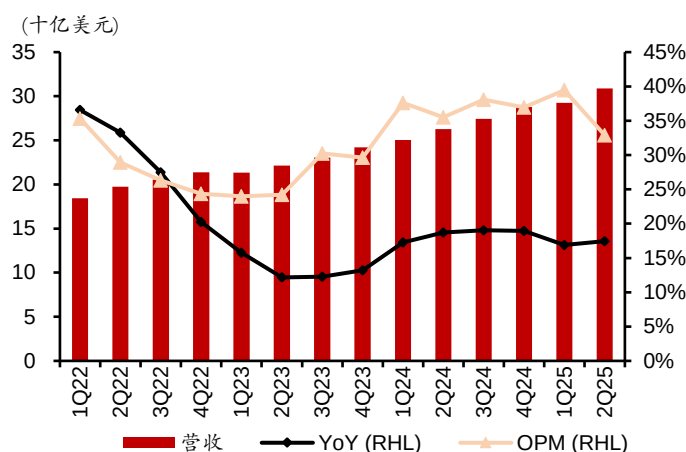
展望 FY26，我们预测微软营收将同比增长 15.9%，主要得益于云业务稳健增长及生产力和生产流程业务中 Microsoft 365 商业版及消费者版 Copilot 变现持续推进带动，经营利润率将同比持平于 45.6%，净利润将同比增长 13.6%。

亚马逊 AWS: 营业利润率出现波动; 2H25 收入增速提振幅度为关注点

2Q25 AWS 实现收入 309 亿美元，同比增长 17.5%（1Q25: 16.9%），符合一致预期；AWS 部门营业利润 102 亿美元，同比增长 9%，较一致预期低 7%，对应营业利润率 32.9%（2Q24: 35.5%；1Q25: 39.5%）。管理层将利润率下降归因于：1）伴随年度薪酬周期的股票薪酬调整，薪酬支出季节性增加；2）折旧费用上升；3）汇率同比波动的不利影响。我们预计，在云迁移需求及 AI 相关业务部署加速驱动下，3Q25/4Q25 AWS 收入将同比增长 18.0%/18.5%。资本支出方面，2Q25 现金资本支出加融资租赁为 314 亿美元（1Q25: 243 亿美元），管理层指引该数字将基本代表 2H25 的季度资本支出投入率，据此计算全年水平约为 1180 亿美元，对应同比增速将超过 50%。

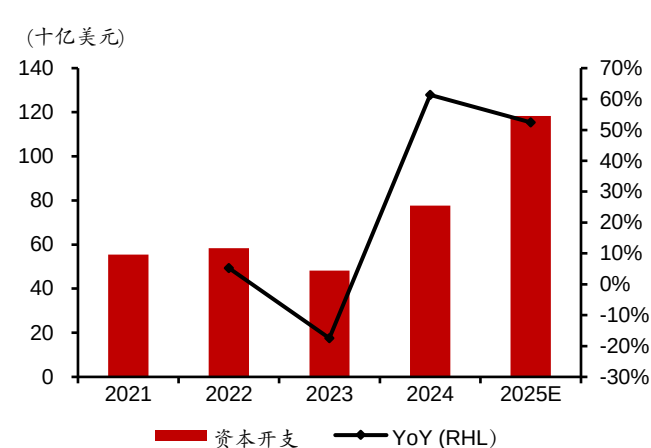
但从公司整体利润率来看，云业务的增量投资并未影响到集团层面整体利润率提升的趋势，零售主业利润率提升帮助缓和了云业务利润率下降带来的影响。2Q25 亚马逊公司整体经营利润率 11.4%，同比提升 1.5ppts。得益于运输网络的高效运营，北美及国际零售业务均实现了更高的包裹量、更快的配送速度及更低的成本，实现了利润率扩张。拆分来看，2Q25 亚马逊北美业务收入同比增长 11%，营业利润率同比提升 1.9 个百分点至 7.5%，而国际业务收入同比增长 16%，营业利润率 4.1%，同比提升 2.2ppts。

图 9:亚马逊 AWS：收入及运营利润率



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 10:亚马逊：资本开支



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

展望 2025 全年，我们预测亚马逊营收将同比增长 10.9%，其中 AWS 营收将同比增长 18%。营业利润端，我们预测公司 2025 年营业利润将同比增长 22%，主因北美及国际电商业务在优化运输网络的带动下经营杠杆释放推动。

谷歌：云业务加速增长

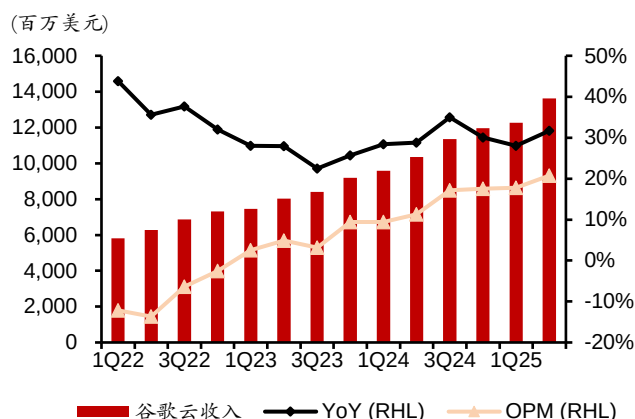
2Q25 谷歌云收入同比增长 32%至 136 亿美元，谷歌云订单同比增长 38%至 1060 亿美元，主要得益于客户对 GCP 核心产品与 AI 产品的强劲需求。2Q25 谷歌云超 2.5 亿美元的订单数量同比增长一倍，GCP 新客户数量环比增长 28%。

谷歌云利润端亦有优化。2Q25 谷歌云运营利润率同比增长 9 个百分点，环比增长 3 个百分点，达到 20.7%，主要得益于强劲收入增长和运营效率提升，部分被折旧费用的增加所抵消。

谷歌 2Q25 总资本支出同比增长 70%，达到 224 亿美元。管理层将全年资本支出指引上调至 850 亿美元（前值：750 亿美元），同比增长约 62%，对应 2H25 资本支出预计将同比增长 66%至约 450 亿美元。资本支出将主要投入到数据中心与服务器，管理层预计资本支出的增加将更好满足客户对谷歌云的强劲需求，但同时也会对后续利润率造成一定压力。

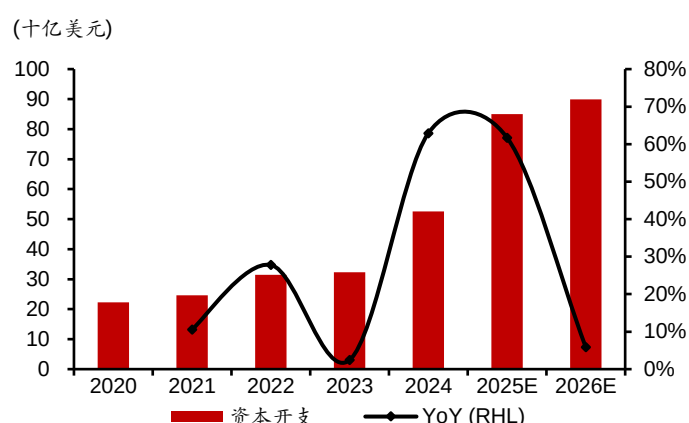
展望未来，我们预计公司 FY25/26E 总收入同比增长 12%/12%，其中 1) 谷歌搜索广告收入同比增长 10%/9%，AI Overviews 驱动商业搜索量增长，AI 提升平台广告投放效果；2) 谷歌云收入同比增长 29%/26%，得益于 AI 云的强劲需求。我们预计 FY25/26E 净利润同比增长 22%/8%，利润增长因 AI 投入而有所放缓。

图 11:谷歌云：收入及运营利润率



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 12:谷歌：资本开支



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

股票推荐

- 1) Meta (META US, 买入, 目标价: 860.0 美元) :** AI 拉动广告收入较快增长 (2Q25 AI 推动 Facebook 广告转化提升 3%, 用户使用时长增长 5%), AI 赋能主业以支撑公司大额 Capex 投入维持较高的 ROI, 驱动公司收入及盈利可持续增长, 我们预计公司 FY25 净利润同比增长 16%, 公司目前交易在 26x FY25 PE。在对 AI 人才和基础设施的持续投入的支持下, 我们看好 Meta 继续在 AI 应用及模型开发领域保持领先地位。我们的目标价为 860 美元, 基于 30x FY25 PE。
- 2) 微软 (MSFT US, 买入, 目标价: 601.5 美元) :** 1) 2Q25 Azure 及其他云服务收入同比增长 39%, 超过此前公司 34%-35% 的指引, 云业务需求持续强劲, 预计 1QFY26 资本支出 (含融资租赁) 将超 300 亿美元, 同比增长 50%; 2) Microsoft 365 商业版/消费版云服务收入同比分别增长 18%/20% (1Q25: 12%/10%), 得益于 Microsoft 365 商业版付费席位/消费版订阅用户同比分别增长 6%/8%, 隐含 ARPU 有更大幅度提升, 且有望延续; 3) 尽管面临大幅投资, 管理层指引通过释放经营杠杆, FY26 集团层面 OPM 有望同比持平。我们预测 FY26E 微软营收将同比增长 16%, 经营利润率将维持在 46% 的水平。我们仍看好微软是人工智能时代的结构性受益标的, 云业务快速增长及消费者端 AI 变现持续起量将有望支撑营收和盈利增长。基于 DCF 的目标价为 601.5 美元, 对应 38.8/33.6x FY26/27 财年市盈率。
- 3) 亚马逊 (AMZN US, 买入, 目标价: 252.0 美元) :** 我们看好 AWS 营收维持稳健的增长趋势, 且北美及国际零售业务运输网络效率优化推动下盈利能力有望稳健提升支撑公司整体利润增长。我们认为营业利润增长仍是股价的关键驱动因素, 而 AWS 的收入及盈利增长将助推股价进一步上行。我们预测公司 2025 年营业利润将同比增长 22%, 主因北美及国际电商业务在优化运输网络的带动下经营杠杆释放推动。我们的目标价为 252 美元, 基于 17.0x EV/EBITDA (与两年均值一致)。
- 4) 谷歌 (GOOG US, 买入, 目标价: 221.0 美元) :** 谷歌多方面受益于 AI 发展: 1) AI Overviews 和多模态 AI 搜索能力成为公司商业搜索量的增长驱动力之一, 2Q25 AI Overviews 月活跃用户数超过 20 亿, 且货币化率水平接近公司核心搜索业务; 2) AI 广告工具提升平台广告投放效果, 2Q25 AI MAX and Search 推动搜索广告转化效果提高

14%；3) AI 云和生成式 AI 解决方案的增长推动 2Q25 谷歌云同比增长 32%。基于行业领先的基底模型、庞大的用户基础以及良好 AI 产品能力，谷歌有望较好抵御来自 AI 搜索的竞争压力。我们的目标价为 221.0 美元，基于 22 倍 FY25 PE。

图 13: 美股头部科技公司估值

公司	股票代码	目标价	股价	上涨空间	市值	PE (x)		PS (x)		EPS CAGR
		(当地货币)			(百万美元)	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	
Microsoft	MSFT US	601.5	535.6	12.3%	3,981,501	39.7	34.4	14.3	12.4	15%
Alphabet	GOOG US	221.0	195.8	12.9%	2,362,970	18.4	17.5	7.1	6.3	14%
Amazon	AMZN US	252.0	211.7	19.1%	2,257,229	25.4	21.8	3.2	2.9	15%
Meta	META US	860.0	776.4	10.8%	1,950,351	23.2	21.2	10.0	8.7	21%
Netflix	NFLX US	NA	1171.0	NA	497,585	43.4	37.8	11.0	9.8	23%
Plantir	PLTR US	NA	160.7	NA	379,144	NA	NA	96.9	72.4	47%
Salesforce	CRM US	388.0	252.3	53.8%	241,218	24.7	22.0	6.4	5.9	17%
ServiceNow	NOW US	1175.0	923.0	27.3%	191,984	NA	45.3	14.6	12.3	21%
Adobe	ADBE US	590.0	338.9	74.1%	143,740	16.2	14.9	6.1	5.6	8%
Palo Alto Networks	PANW US	229.7	171.0	34.3%	114,023	49.7	43.7	12.4	10.9	17%
平均值						30.1	28.7	18.2	14.7	

资料来源：彭博, 招银国际环球市场

注：数据截至 2025 年 8 月 4 日

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。