

国内领先人工智能企业，多元大模型矩阵深筑护城河

核心观点

智谱华章目前具备的核心优势主要体现在以下几个方面：首先，强大的技术研发能力使公司能够持续推出高性能的 AI 模型，满足市场的多样化需求。其次，完善的生态系统，包括与开发者、基础设施供应商及行业合作伙伴的紧密合作，为公司提供了丰富的资源和支持，增强了市场竞争力。最后，灵活的部署方式和定制化服务使智谱华章能够快速响应客户需求，提升客户满意度。

公司是中国领先的人工智能企业，成立于 2019 年，专注于开发通用大模型（AGI）。公司秉承着在中国追求通用人工智能创新的理念，致力于通过前沿的技术研发推动人工智能的商业化应用，满足各行业对智能化解决方案的需求。作为行业的引领者，智谱华章在人工智能领域不断突破技术壁垒，推出了一系列具有自主知识产权的产品和服务。公司已为超过 8000 家机构客户提供支持，涵盖私营企业及公共行业实体，展现出强大的市场竞争力与发展潜力。

智谱华章未来的战略聚焦于持续创新和市场拓展，以应对快速变化的人工智能行业。公司将进一步加大在核心技术研发上的投入，特别是在语言模型、多模态应用和智能体技术方面，致力于保持技术领先地位。同时，智谱华章计划通过开放合作的方式，与更多行业领军企业建立战略伙伴关系，共同开发定制化的解决方案，以满足不同行业的特定需求。这种跨行业合作不仅能够提升公司的市场影响力，还能加速技术的应用落地，推动业务的多元化发展。在市场拓展方面，智谱华章将继续优化其一站式 MaaS（模型即服务）平台，增强平台的用户体验和服务能力，提高客户的使用粘性。通过灵活的本地化和云端部署选项，公司能够满足不同客户的需求，进一步拓宽市场覆盖面。此外，智谱华章还将积极探索国际市场，寻求在全球范围内的业务增长机会，提升品牌的国际知名度。

智谱 (2513.HK)

首次评级

买入

阎贵成

yanguicheng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518040002

SFC 编号:BNS315

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

应瑛

yingying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100010

SFC 编号:BWB917

于芳博

yufangbo@csc.com.cn

010-56135159

SAC 编号:S1440522030001

SFC 编号:BVA286

向锐

xiangrui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070008

SFC 编号:BXG790

发布日期：2026 年 01 月 17 日

当前股价：181.8 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
/	/	/
12 月最高/最低价 (港元)		158.60/131.50
总股本 (万股)		44,023.02
流通 H 股 (万股)		21,570.17
总市值 (亿港元)		698.21
流通市值 (亿港元)		342.10
近 3 月日均成交量 (万)		1221.32
主要股东		
苏州君联相道股权投资合伙企业 (有限合伙)		8.65%

行业层面，我们认为，行业具备多重催化因素：1) 需求端：机构客户仍为“核心驱动”，企业对效率、自动化与决策支持的需求持续增强。2) 供给端：模型能力快速迭代带来可用性提升，使更多任务从“能演示”走向“能生产”。3) 落地形态：企业通常需要更强的交付与集成（业务流程、数据、权限、安全），带动市场规模扩张。4) 产业资本开支 Beta（算力与部署节奏），企业落地通常伴随算力、工程化与交付投入，若宏观或企业 IT 预算收缩，项目从扩张到签约/验收的节奏可能波动，从而放大业绩弹性。

盈利预测：预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 7.68、15.96、31.37 亿元，同比增速分别为 145.8%、107.8% 和 96.6%。对应 2025-2027 年 P/S 分别为 82x、39x 和 20x，估值随收入规模快速扩张显著消化。盈利方面，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 -40.0、-41.8 和 -36.6 亿元。预计公司 2025 和 2026 年亏损仍有阶段性扩大，主要由于公司持续加大研发投入、平台能力建设及业务扩张，自 2027 年开始亏损将显著收窄。参考公司招股书披露的经调整净利润口径，其中股份支付、赎回负债利息及上市相关费用均属于阶段性支出，预计上市后将逐步下降。综合考虑公司在 AI 平台化能力、技术积累深度及优质客户结构方面的长期竞争优势，参考海外可比 AI 公司估值水平，给予对公司的“买入”评级。

风险提示：公司未来经营与业绩表现仍面临多重不确定性。1) 宏观与政策风险：宏观经济波动可能导致企业与政府客户预算收缩、采购周期拉长与项目延期，从而影响订单转化与回款节奏。同时，数据安全、算法治理、跨境数据与行业监管政策若趋严，可能抬升合规成本并限制部分产品功能或落地场景。2) 行业与竞争风险：AI 大模型与智能体赛道迭代极快，若公司在模型效果、推理效率、多模态能力或工程化稳定性上落后，产品竞争力可能下降。行业竞争加剧亦可能引发价格战与渠道争夺，导致云端调用单价下行、毛利率承压。上游算力供给与价格波动、关键供应商约束也可能推高成本并影响交付。3) 公司经营风险：公司仍处投入期，研发、算力与市场拓展支出高企，若商业化进展不及预期，亏损可能延续并带来现金流压力。应收账款与合同资产增加可能引发减值与回款风险；大客户集中度偏高时，单一客户需求变化将放大业绩波动。核心技术人才流失、信息安全事件或重大项目交付不达标，也可能对口碑与后续订单造成不利影响。

目录

公司概况：领先的开源大模型企业，多元大模型矩阵深筑护城河.....	1
行业分析：大模型市场成长空间广阔，多重 Beta 催化行业发展.....	8
财务分析：营收快速增长，利润短期承压.....	11
营收预测：	15
风险提示：	16
敏感性分析：	17
报表预测.....	18

图目录

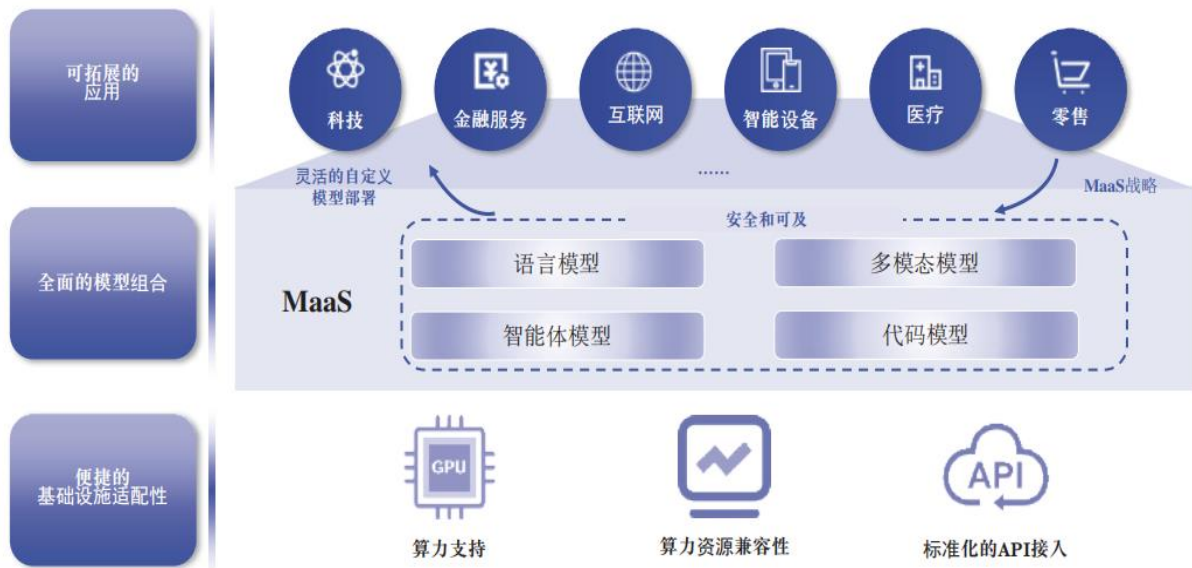
图表 1：公司 MaaS 平台业务布局.....	1
图表 2：智谱大模型矩阵.....	2
图表 3：公司大模型发布时间.....	3
图表 4：公司大模型矩阵布局.....	3
图表 5：一站式 MaaS 平台商业化.....	4
图表 6：公司的开源战略和智能体生态.....	4
图表 7：智谱华章业务工作流程.....	5
图表 8：公司营业收入&同比（百万元、%）.....	5
图表 9：公司营业利润&营业利润率（百万元、%）.....	5
图表 10：公司营收结构拆分（%）.....	6
图表 11：公司营收市场拆分（%）.....	6
图表 12：公司客户分布.....	6
图表 13：MaaS 和 PaaS 商业模式对比.....	8
图表 14：大模型产业链上下游.....	8
图表 15：大模型市场应用格局.....	9
图表 16：中国人工智能市场规模&同比（十亿元、%）.....	9
图表 17：中国大语言模型市场规模（十亿元、%）.....	10
图表 18：中国大语言模型市场拆分（%）.....	10
图表 19：中国企业级大语言模型市场规模（十亿元、%）.....	10
图表 20：中国企业级大模型市场拆分（%）.....	10
图表 21：公司营业收入&同比（百万元、%）.....	11
图表 22：公司营业利润&营业利润率（百万元、%）.....	11
图表 23：公司净利润&净利率（百万元、%）.....	11
图表 24：公司扣非归母净利润&净利率（百万元、%）.....	11
图表 25：公司营收结构拆分（%）.....	12
图表 26：公司营收结构拆分（%）.....	12
图表 27：公司本地化部署业务毛利&毛利率（百万元、%）.....	12
图表 28：公司云端部署毛利&毛利率（百万元、%）.....	12
图表 29：公司投资&融资&经营现金流（百万元）.....	13
图表 30：公司年末现金&等价物（百万元）.....	13
图表 31：公司成本拆解（百万元）.....	13
图表 32：公司销售费用&销售费用率（百万元、%）.....	13
图表 33：公司管理费用&销售费用率（百万元、%）.....	14
图表 34：公司研发费用&销售费用率（百万元、%）.....	14
图表 35：公司营收拆分（亿元、%）.....	15
图表 36：敏感性分析（亿元、%）.....	17

公司概况：领先的开源大模型企业，多元大模型矩阵深筑护城河

公司是中国领先的人工智能企业，成立于 2019 年，专注于开发通用大模型（AGI）。公司秉承着在中国追求通用人工智能创新的理念，致力于通过前沿的技术研发推动人工智能的商业化应用，满足各行业对智能化解决方案的需求。作为行业的引领者，智谱华章在人工智能领域不断突破技术壁垒，推出了一系列具有自主知识产权的产品和服务。公司已为超过 8000 家机构客户提供支持，涵盖私营企业及公共行业实体，展现出强大的市场竞争力与发展潜力。

公司的核心商业模式为基于开源生态的 MaaS 模式，MaaS 商业模式核心包括：便捷的基础设施、全面的模型组合、可拓展行业应用：

图表 1：公司 MaaS 平台业务布局



资料来源：《智谱华章招股说明书》，中信建投

1) 便捷的基础设施：智谱华章的 MaaS（模型即服务）商业模式以便捷的基础设施为核心，旨在为客户提供高效、灵活的人工智能解决方案。通过与领先的算力基础设施供应商合作，智谱华章能够确保其模型在不同硬件环境下的兼容性和高效运行。客户可以根据自身需求选择本地化部署或云端部署，灵活适应不同的业务场景。此外，智谱华章的基础设施设计考虑到多样化的算力需求，支持从小规模到大规模的模型应用，确保客户在使用过程中获得最佳性能。

2) 全面的模型组合：在 MaaS 商业模式下，智谱华章提供全面的模型组合，涵盖语言模型、多模态模型、智能体模型和代码模型等多个领域。语言模型如 GLM-4.5，能够理解和生成自然语言，广泛应用于客服、翻译等场景；多模态模型如 Cog View，能够处理图像、视频等多种数据形式，适用于内容生成和分析；智能体模型如 AutoGLM，具备自主执行任务的能力，广泛应用于自动化业务流程；代码模型如 CodeGeeX，能够帮助开发者提高编程效率，简化代码编写过程。

3) 可拓展行业应用：智谱华章的 MaaS 平台不仅提供强大的模型能力，还具备可拓展的行业应用。公司在多个行业（如金融、医疗、零售等）中积累了丰富的经验，能够根据行业特点和客户需求，快速定制和部署相应的解决方案。通过不断的市场反馈和技术迭代，智谱华章能够迅速适应行业变化，满足客户日益增长智能化需求。此外，智谱华章还积极与行业领军企业建立合作关系，共同开发新应用，推动整个行业的智能化转型。

公司具备多元大模型矩阵，在语言、多模态、智能体、代码等方面具备领先能力，公司核心旗舰基座模型具备卓越的通用性能：

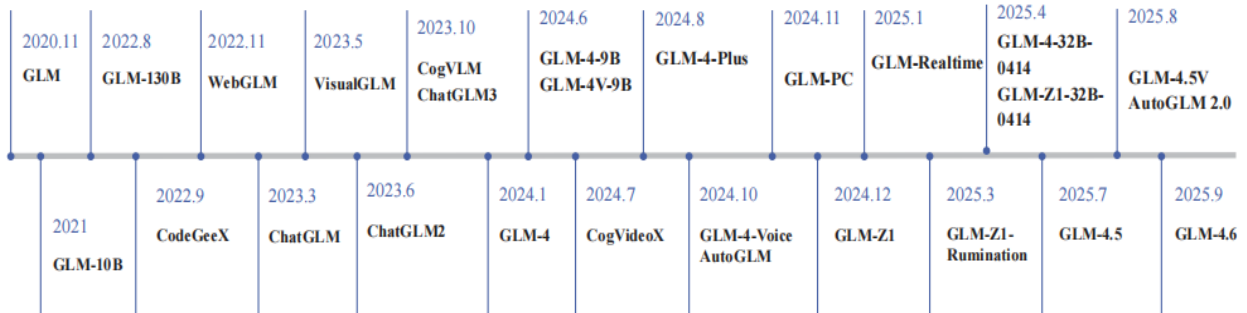
图表 2：智谱大模型矩阵



资料来源：《智谱华章招股说明书》，中信建投

1) 语言模型：智谱华章的语言模型系列以 GLM 系列为核心，包括 GLM-4.5 和 GLM-4.6 等。GLM-4.5 是公司旗舰语言模型，能够高效处理文本分类、情感分析、对话生成等任务。该模型通过多阶段训练和强化学习技术，不断提升其性能，能够在复杂的语境中理解用户意图并生成自然流畅的回应。其优势在于高效的推理能力和广泛的应用场景，适用于智能客服、内容创作和在线教育等多个行业。

2) 多模态模型：在多模态领域，智谱华章推出了 Cog View 和 Cog VideoX 等模型。Cog View 专注于图像生成，能够根据文本描述生成高质量的图像，广泛应用于广告设计、艺术创作和内容生成等领域。Cog VideoX 则具备视频生成和处理能力，能够根据输入的文本或图像生成动态视频内容，适用于短视频制作和在线教育等场景。这些多模态模型的优势在于其强大的信息融合能力，可以同时处理和理解来自不同模态的数据，提高用户体验和内容的丰富性。

图表 3：公司大模型发布时间


资料来源：《智谱华章招股说明书》d，中信建投

3) **智能体**：智谱华章的智能体模型主要包括 AutoGLM 系列。AutoGLM 是一款具备自主执行任务能力的智能体，能够在无须人工干预的情况下完成复杂的多步骤操作。该模型结合了自然语言处理和决策制定能力，适用于智能家居、自动化办公和客户服务等领域。其优势在于高效的任务执行能力和灵活的适应性，能够根据实时反馈不断优化其行为，提升工作效率。

4) **代码**：在代码模型方面，智谱华章开发了 CodeGeeX，旨在提升编程效率和简化开发流程。CodeGeeX 能够根据自然语言描述自动生成代码，支持多种编程语言的转换和补全，显著提高开发者的工作效率。其优势在于降低了编程门槛，使得非专业开发者也能快速实现功能，促进了技术的普及和应用。

图表 4：公司大模型矩阵布局

人类能力	基座模型	模型类别	智谱的模型及智能体
深度思考		反思及沉思模型	GLM-Z1（反思） GLM-Z1-Rumination（沉思） CogView（图片生成） GLM-4.5V（视觉理解及推理）
认知世界		多模态模型	CogVideoX（视频生成） GLM-Realtime（实时视频通话） GLM-4-Voice（端到端语音模型）
	GLM-4.5		AutoGLM（“从对话到执行”——自主任务完成智能体）
工具使用		AI agent	AutoGLM - Rumination（“边想边干”——具有深度思考能力的自主任务完成智能体） CoCo（企业级智能体）
		代码模型	CodeGeeX（代码编写）

资料来源：《智谱华章招股说明书》，中信建投

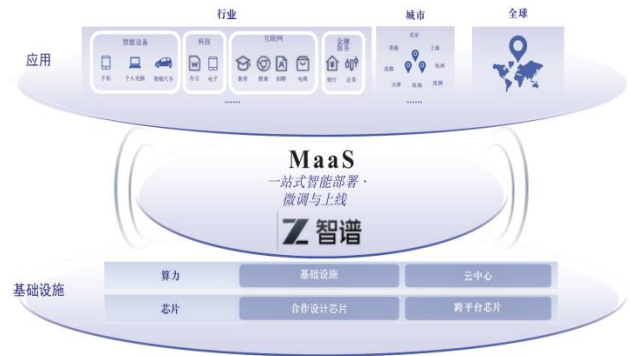
公司全面的模型组合赋能客户解决通用任务的基础能力，一站 MaaS 平台最大程度推动商业化。智谱华章的一站式 MaaS（模型即服务）平台则是推动商业化的重要工具。该平台整合了多种模型和服务，客户可以根据需求自由选择和组合，快速实现智能化应用。MaaS 平台的设计旨在简化客户的使用流程，通过标准化的 API 接入，客户能够轻松集成智谱华章的模型到自身的系统中，实现智能化转型。通过采用云端或本地化部署，客户可以灵活选择最适合其业务需求的解决方案，降低技术门槛，快速响应市场变化。此外，智谱华章的 MaaS 平台还提供了丰富的行业应用案例，帮助客户在实践中验证模型的有效性。通过持续的技术迭代和客户反馈，智谱华章不断优化其平台和模型，推动商业化进程，实现更广泛的市场覆盖和客户满意度提升。

图表 5：一站式 MaaS 平台商业化



资料来源：《智谱华章招股说明书》，中信建投

图表 6：公司的开源战略和智能体生态



资料来源：《智谱华章招股说明书》，中信建投

智谱华章的核心战略聚焦于开源，旨在通过开放技术和资源，构建一个多元化的生态系统。开源不仅能够加速技术创新，还能促进与开发者社区的紧密合作。通过发布开源模型和工具，智谱华章吸引了大量开发者参与其技术生态，推动了人工智能技术的普及和应用。这种开放的态度使得开发者能够自由使用和改进公司的模型，进而激发更多创新应用的诞生。此外，智谱华章还与算力基础设施供应商建立了战略合作关系，确保其模型在不同硬件环境下的高效运行。这种合作不仅优化了资源配置，也为客户提供了灵活的部署选项，使其能够根据自身需求选择本地化或云端解决方案，从而提升了整体的服务效率和用户体验。

在行业业务合作方面，智谱华章积极与各行业的领军企业建立伙伴关系，共同开发基于人工智能的解决方案。这种跨行业的合作模式使得智谱华章能够深入了解不同行业的需求，从而提供更具针对性的产品和服务，进一步增强市场竞争力。通过构建这样一个包含开发者、算力基础设施供应商及行业合作伙伴的多元生态系统，智谱华章不仅提升了自身的技术实力和 market 影响力，也为客户创造了更大的价值，推动了整个行业的智能化转型。

智谱华章的业务流程涵盖了从上游到下游的完整链条，确保其人工智能解决方案的高效交付与行业适应性。在上游，公司与算力基础设施供应商紧密合作，构建强大的技术基础，确保其模型在各种硬件环境下的高效运行。这种合作不仅优化了资源配置，还提升了模型的性能，为后续的服务交付奠定了坚实基础。在中游阶段，智谱华章专注于服务的交付，通过一站式 MaaS（模型即服务）平台，将多种模型和服务整合，快速响应客户需求，提供灵活的解决方案。客户可以根据自身的业务需求，自由选择和组合不同的模型，实现智能化应用的快速落地。下游环节则是智谱华章深度赋能行业业务合作，通过与各行业领军企业的合作，深入了解行业特定需求，提供定制化的解决方案，推动行业的智能化转型。这种全方位的业务流程不仅提升了智谱华章的市场竞争力，还为客户创造了更大的商业价值，确保其在快速变化的人工智能市场中保持领先地位。通过整合上下游资源，智谱华章能够高效地将创新技术转化为实际应用，推动整个行业的可持续发展。

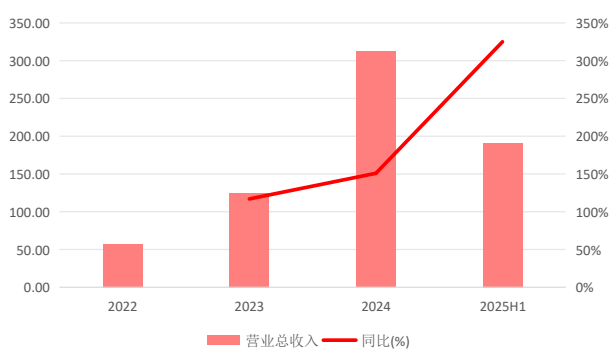
图表 7：智谱华章业务工作流程



资料来源：《智谱华章招股说明书》，中信建投

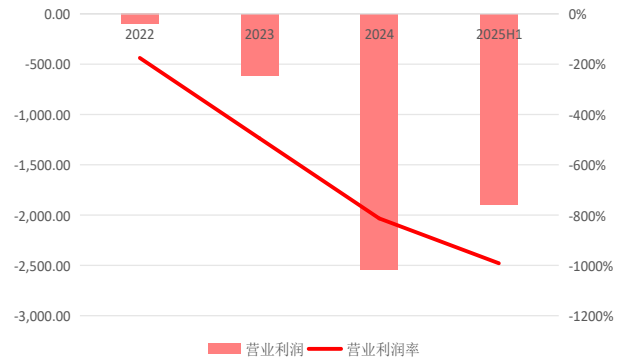
公司的营收快速增长，公司营业利润亏损扩大，主要系研发费用投入增长。这一增长主要得益于公司在人工智能领域的持续创新和市场需求的快速提升，尤其是在语言模型和多模态应用方面的显著突破，吸引了大量新客户的加入。此外，智谱华章积极拓展与行业领军企业的合作，推动了其产品和服务在各行业中的应用，进一步促进了营收的上升，公司 23Y、24Y、25H1 营业收入分别为 1.25、3.12、1.91 亿元，分别同比增长 117%、151%、325%。然而，尽管营收增长显著，公司营业利润却出现了亏损扩大，23Y、24Y、25H1 公司营业亏损分别为-6.16、25.41、18.93 亿元，对应营业利润率分别为-495%、-813%、-992%，亏损率增长主要源于公司在技术研发和市场推广上的高额投入。为了保持市场竞争力，智谱华章加大了对新产品的研发投入，同时在市场营销和客户支持方面的支出也显著增加。这些投资虽然短期内导致了营业利润的亏损，但从长远来看，有助于提升公司的核心竞争力和市场份额，为未来的可持续增长奠定基础。

图表 8：公司营业收入&同比（百万元、%）



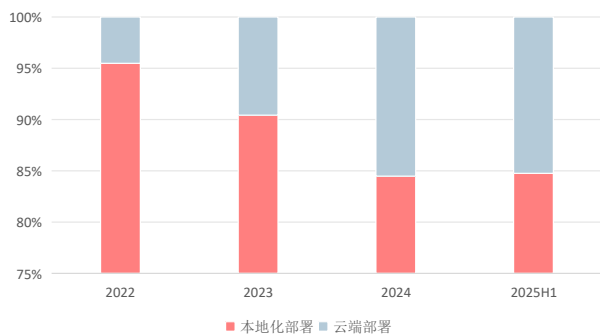
资料来源：Wind，中信建投

图表 9：公司营业利润&营业利润率（百万元、%）

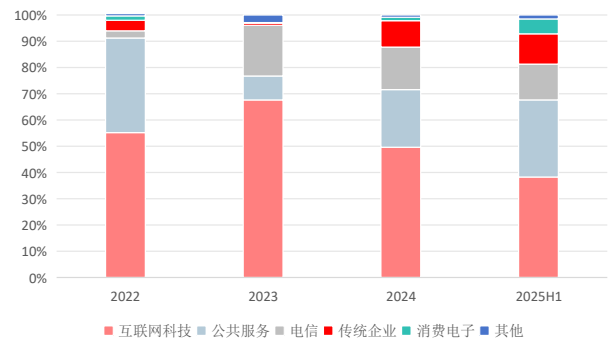


资料来源：Wind，中信建投

智谱华章的营收主要来源于本地化部署和云端部署两种方式，这两种部署模式各具优势，能够满足不同客户的需求。本地化部署是指将智谱华章的人工智能模型和应用直接安装在客户的本地服务器或数据中心。这种方式适合对数据安全性和隐私保护要求较高的行业，如金融和医疗等领域。客户可以在自己的IT基础设施上运行模型，享有更高的控制权和数据安全性，同时也能根据自身的业务需求进行定制化配置。此外，本地化部署还可以减少网络延迟，提高系统响应速度，适合需要实时处理的应用场景。相比之下，云端部署则是将智谱华章的模型和服务托管在云平台上，客户通过互联网访问。这种方式具有较高的灵活性和可扩展性，客户可以根据实际需求随时调整使用的资源和服务，避免了前期高额的基础设施投资。同时，云端部署能够实现快速的模型更新和维护，确保客户始终使用最新的技术和功能。对于中小企业或快速变化的市场环境，云端部署提供了更为经济和高效的解决方案。这两种部署方式的竞争力在于能够根据客户的具体需求提供灵活的选择，使智谱华章在市场中具备更强的适应能力和竞争优势。

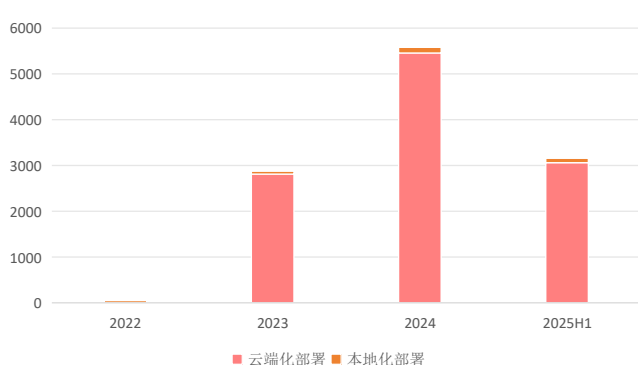
图表 10：公司营收结构拆分（%）


资料来源：Wind，中信建投

图表 11：公司营收市场拆分（%）


资料来源：Wind，中信建投

公司云端部署比例逐步增长，2023、2024、2025H1 公司云端部署收入分别为 0.12、0.41、0.29 亿元，对应营收占比分别为 9.6%、15.2%、15.2%。公司客户占比也主要来源于云端部署，2025H1 公司云端化部署客户达 3061 家，占比达 97%。

图表 12：公司客户分布


资料来源：《智谱华章招股说明书》，中信建投

智谱华章未来的战略聚焦于持续创新和市场拓展，以应对快速变化的人工智能行业。公司将进一步加大在核心技术研发上的投入，特别是在语言模型、多模态应用和智能体技术方面，致力于保持技术领先地位。同时，智谱华章计划通过开放合作的方式，与更多行业领军企业建立战略伙伴关系，共同开发定制化的解决方案，以满足不同行业的特定需求。这种跨行业合作不仅能够提升公司的市场影响力，还能加速技术的应用落地，推动业务的多元化发展。在市场拓展方面，智谱华章将继续优化其一站式 MaaS（模型即服务）平台，增强平台的用户体验和服务能力，提高客户的使用粘性。通过灵活的本地化和云端部署选项，公司能够满足不同客户的需求，进一步拓宽市场覆盖面。此外，智谱华章还将积极探索国际市场，寻求在全球范围内的业务增长机会，提升品牌的国际知名度。

智谱华章目前具备的核心优势主要体现在以下几个方面：首先，强大的技术研发能力使公司能够持续推出高性能的 AI 模型，满足市场的多样化需求。其次，完善的生态系统，包括与开发者、基础设施供应商及行业合作伙伴的紧密合作，为公司提供了丰富的资源和支持，增强了市场竞争力。最后，灵活的部署方式和定制化服务使智谱华章能够快速响应客户需求，提升客户满意度。

行业分析：大模型市场成长空间广阔，多重 Beta 催化行业发展

MaaS（模型即服务）和 PaaS（平台即服务）是人工智能行业中两种重要的服务模式。 MaaS 专注于提供可直接使用的人工智能模型，用户可以通过 API 接入，快速实现特定功能，降低了技术门槛。相比之下，PaaS 则提供一个更为广泛的平台，允许开发者在其上构建和部署应用程序。MaaS 的核心优势在于其灵活性和易用性，用户无需深入了解底层技术即可快速部署 AI 解决方案。这种模式能够满足快速变化的市场需求，未来的商业模式可能会朝向订阅制和按需付费的方向发展，进一步增强用户粘性和收入稳定性。

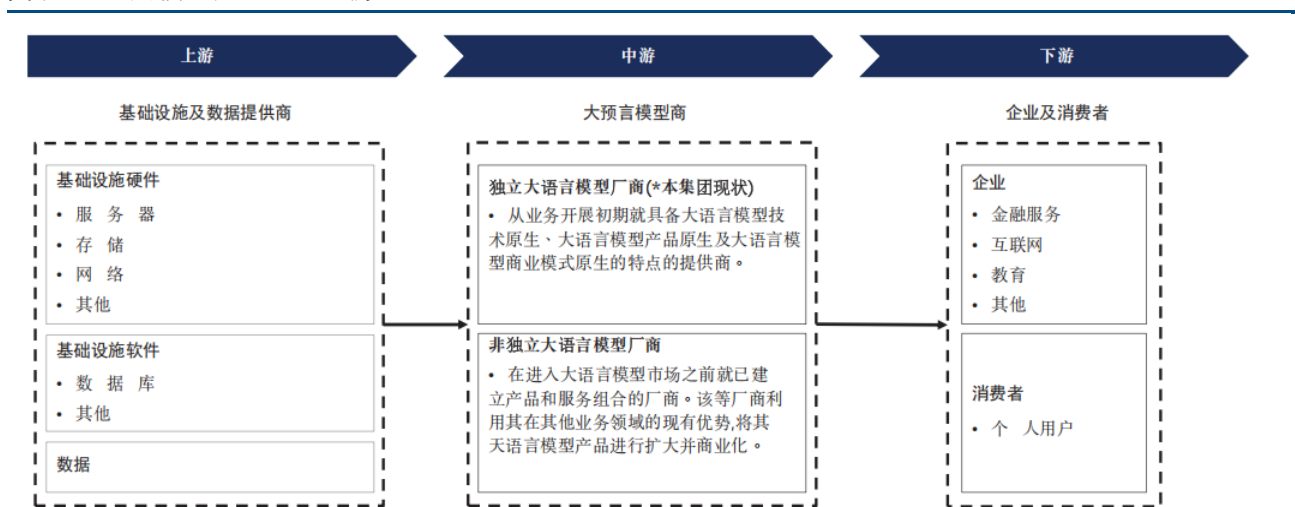
图表 13：MaaS 和 PaaS 商业模式对比

	MaaS	PaaS
核心服务	提供预训练大模型及模型开发工具套件，用户得以以微调先进 AI 能力，并将其集成到各种建、部署及管理应用程序中	提供云开发及部署平台，用户得以构建底层基础设施
技术重点	在更高层级上运作，提供 AI 原生开发服务，其中 AI 模型本身亦可作为核心产品上运作	在将基础设施抽象化的应用开发层级
目标用户	专于 AI 模型开发而无需从头构建 AI 模型（尤其是大模型）的开发人员	为一般应用开发寻求可扩展环境的开发人员

资料来源：《智谱华章招股说明书》，中信建投

大模型产业链的上下游分别包括数据提供商、算法开发者、模型训练和部署服务商等。上游主要是数据采集和处理环节，涉及数据清洗、标注等服务；中游则是模型的开发和优化，包括大语言模型的训练和微调；下游则是应用层，涵盖各种行业的具体应用，如金融、医疗、教育等。目前，中游端的竞争非常激烈，尤其是在开源市场，许多公司如智谱华章通过开源模型吸引了大量开发者和企业用户，形成了良好的生态圈。而在闭源市场中，企业通常会依赖于自有技术和专利，形成较高的技术壁垒，竞争主要集中在模型的性能和用户体验上。

图表 14：大模型产业链上下游



资料来源：《智谱华章招股说明书》，中信建投

随着人工智能技术的快速发展，模型与应用层呈现出百花齐放的局面，市场前景广阔。随着人工智能技术的快速发展，模型与应用层呈现出百花齐放的局面，市场前景广阔。放眼全球，大模型正从“技术竞赛”走向“产业落地”，算力、数据、算法与工程化能力协同成熟，使其在内容生成、代码开发、智能客服、知识管理与决策支持等领域加速渗透。与此同时，AI 应用生态快速繁荣：从通用助手到垂直行业 Agent，从 SaaS 插件到端侧智能体，商业模式愈发清晰，带动企业降本增效并催生新的产品形态与服务业态。中国市场同样进入规模化应用阶段，政策牵引与产业链优势叠加，推动大模型在政务服务、金融风控、制造质检与运维、医疗辅助、教育个性化、文旅内容与营销、零售与供应链、交通与城市治理等场景加速落地。。

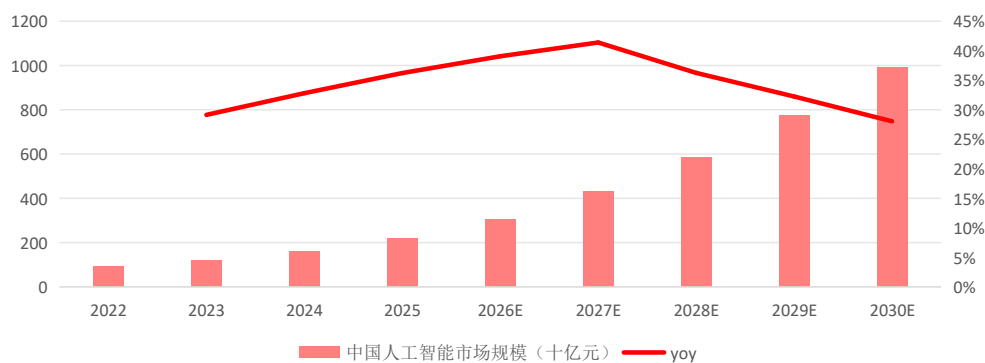
图表 15：大模型市场应用格局



资料来源：《Minmax 招股说明书》，中信建投

中国人工智能市场规模有望稳健提升，行业 Beta 逐步凸显。根据弗若斯特沙利文的研究，中国的人工智能市场正在快速增长，预计到 2030 年市场规模将达到 9930 亿元人民币。其中，大语言模型市场规模在 2024 年已达 53 亿元人民币，机构客户贡献了 47 亿元，个人客户贡献了 6 亿元。随着技术的不断进步和企业对智能化需求的增加，预计大语言模型市场将在未来几年内保持 60%+ 的复合年增长率。智谱华章作为行业领先者，凭借其技术优势和市场布局，有望在这一迅速扩张的市场中占据更大的份额。

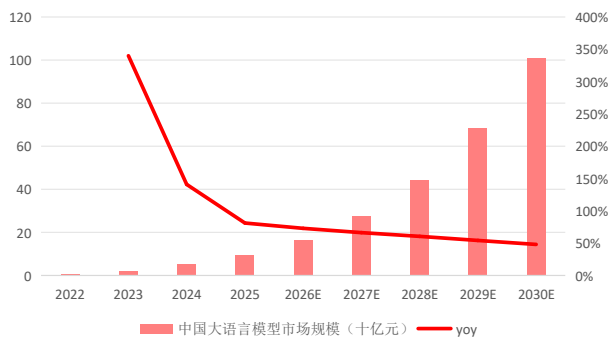
图表 16：中国人工智能市场规模&同比（十亿元、%）



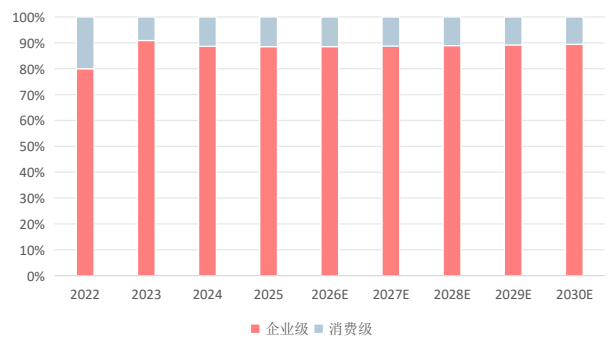
资料来源：《智谱华章招股说明书》，中信建投

按收入计，2024 年中国大语言模型（LLM）市场规模已达人民币 53 亿元，其中机构客户贡献人民币 47 亿元、个人客户贡献人民币 6 亿元。在技术持续进步与机构、个人用户需求增长的共同推动下，预计到 2030 年中国 LLM 市场规模将增至人民币 1,011 亿元，2024—2030 年复合年增长率（CAGR）为 63.5%。从结构看，机构端仍是市场增长的核心驱动力；从竞争格局看，市场参与者可分为“独立提供商”与“非独立提供商（科技巨头等）”，二者在用户基础、业务协同与企业客户选择偏好上存在差异，企业客户在部分场景下可能更倾向选择“纯粹（pure-play）”提供商，以降低潜在竞争与生态依赖带来的顾虑。

图表 17：中国大语言模型市场规模（十亿元、%）



图表 18：中国大语言模型市场拆分（%）

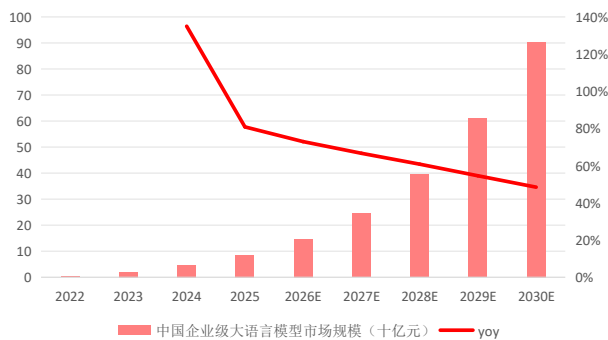


资料来源：《智谱华章招股说明书》，中信建投

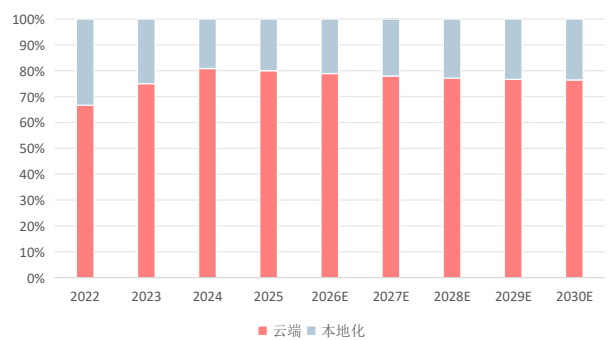
资料来源：《智谱华章招股说明书》，中信建投

中国企业级大语言模型市场，2024 年中国 LLM 市场中机构客户收入为人民币 47 亿元，占当年 LLM 总市场（人民币 53 亿元）的主要部分，体现企业级需求已成为现阶段的核心收入来源。展望未来，随着模型能力提升、行业场景落地加速以及企业对降本增效与流程智能化的持续投入，预计到 2030 年中国企业级大语言模型市场规模将达到人民币 904 亿元，2024—2030 年 CAGR 为 63.7%，增速略高于整体 LLM 市场。

图表 19：中国企业级大语言模型市场规模（十亿元、%）



图表 20：中国企业级大模型市场拆分（%）



资料来源：《智谱华章招股说明书》，中信建投

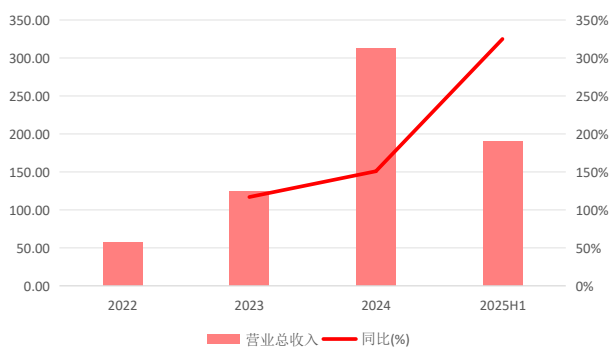
资料来源：《智谱华章招股说明书》，中信建投

我们认为，未来行业具备多重催化因素：1) 需求端：机构客户仍为“核心驱动”，企业对效率、自动化与决策支持的需求持续增强。2) 供给端：模型能力快速迭代带来可用性提升，使更多任务从“能演示”走向“能生产”。3) 落地形态：企业通常需要更强的交付与集成（业务流程、数据、权限、安全），带动市场规模扩张。4) 产业资本开支 Beta（算力与部署节奏），企业落地通常伴随算力、工程化与交付投入，若宏观或企业 IT 预算收缩，项目从扩张到签约/验收的节奏可能波动，从而放大业绩弹性。

财务分析：营收快速增长，利润短期承压

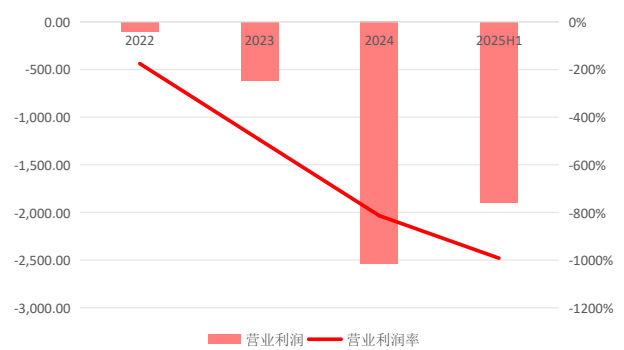
公司营收快速增长，营业亏损短期在增加。2022—2024 年收入分别为人民币 0.57 亿元、1.25 亿元及 3.12 亿元；2025H1 收入为 1.91 亿元，同比增长 325%。与此同时，营业层面亏损扩大，营业亏损由 2022 年的 1.0 变动至 2023 年的 6.2、2024 年的 25.4，并在 2025H1 为 18.9 亿元；对应营业利润率分别为-175%、-495%、-813%、-992%。公司仍处于“重投入换增长”阶段：持续强化基座模型、智能体与多模态能力，并投入算力基础设施与商业化平台建设，叠加市场拓展与组织扩张带来的期间费用上行，使营业端承压。展望未来，随着 MaaS 平台规模效应释放、企业客户持续拓展及高毛利云端订阅/用量型收入占比提升，若费用增速逐步低于收入增速，营业亏损率有望边际收敛，盈利拐点取决于算力成本优化与商业化变现效率提升的节奏。

图表 21：公司营业收入&同比（百万元、%）



资料来源：Wind，中信建投

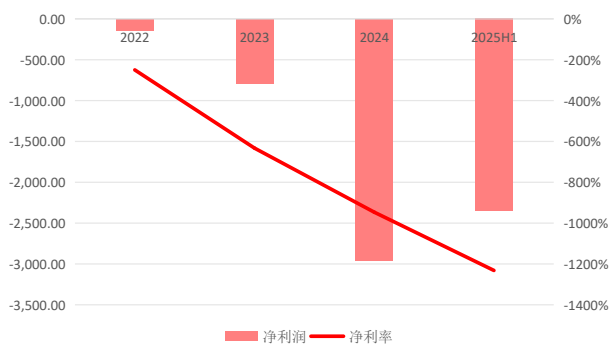
图表 22：公司营业利润&营业利润率（百万元、%）



资料来源：Wind，中信建投

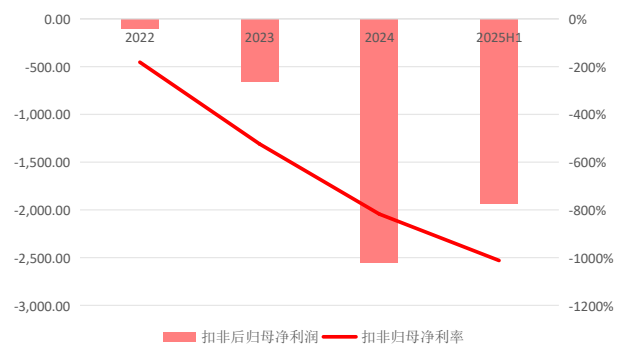
公司净利润亏损持续扩大。对应公司净利润方面，2022-2024 年分别为-1.4、-7.9、-29.6 亿元，2025H1 为-23.5 亿元；扣非净利润（亏损）/经调整净利润（亏损）分别为-1.0、-6.5、-25.5 及-19.3 亿元。亏损扩大的主要原因在于公司仍处于大模型投入与商业化扩张期：持续加大研发与产品迭代投入，同时算力、训练/推理相关成本及销售与管理费用随客户拓展与交付能力建设上行。

图表 23：公司净利润&净利率（百万元、%）



资料来源：Wind，中信建投

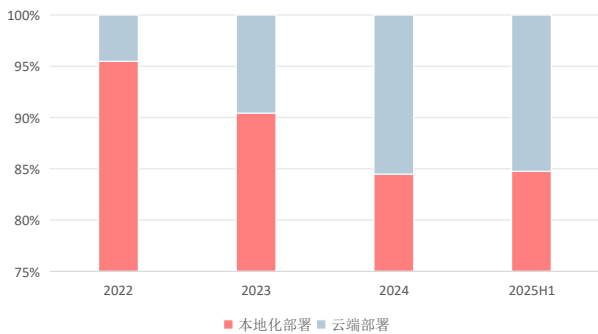
图表 24：公司扣非归母净利润&净利率（百万元、%）



资料来源：Wind，中信建投

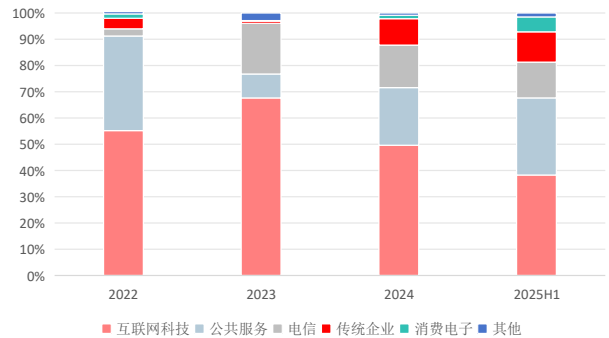
公司营收主要由本地化部署与云端部署两类交付形态构成，体现“重交付+可规模化订阅/调用”并行的商业结构。2022—2024年收入分别为人民币0.57亿元、1.25亿元及3.12亿元；2025H1收入为1.91亿元，同比增长325%。进一步拆分看，本地化部署收入在2022、2023、2024、2025H1占比分别为95.5%、90.4%、84.5%、84.8%；云端部署收入占比分别为4.5%、9.6%、15.5%、15.2%。从下游行业结构看，公司收入主要集中于互联网科技、公共服务、电信及传统企业等领域。整体来看，公司在保持本地化项目交付能力的同时，云端业务随客户数与调用量提升具备更强的规模效应，收入结构有望向更可复制的云端形态优化。

图表 25：公司营收结构拆分（%）



资料来源：Wind，中信建投

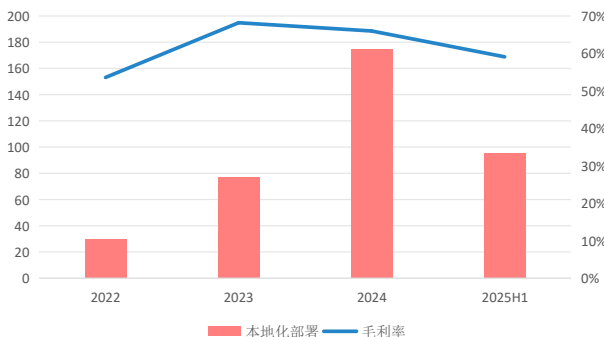
图表 26：公司营收结构拆分（%）



资料来源：Wind，中信建投

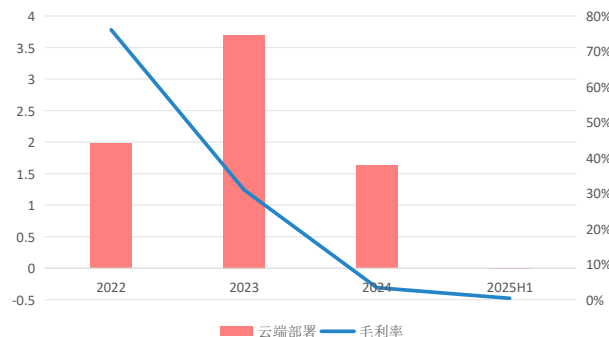
公司毛利率呈现“本地化部署稳、云端短期承压”的结构特征。本地化部署毛利率在2022、2023、2024、2025H1分别为53.6%、68.2%、66.0%、59.1%，整体波动有限，反映项目交付流程、实施能力与定价体系相对成熟。相比之下，云端部署毛利率在2022、2023、2024、2025H1分别为76.1%、31.0%、3.4%、0.4%，短期承压更为明显。原因在于云端业务对单位算力成本更敏感：随着调用量增长与新模型/新功能上线，公司在推理资源、带宽与平台运维等方面投入上行，同时为加速客户获取与使用渗透，早期可能存在更具竞争力的定价或套餐结构，导致毛利率阶段性受压。展望未来，随着平台规模效应释放、推理效率与调度优化、算力采购与自研推理链路降本，以及高附加值能力（如智能体、行业组件）带动ARPU提升，云端毛利率有望逐步修复，而本地化部署毛利率预计维持相对稳定，为整体盈利能力改善提供底盘。

图表 27：公司本地化部署业务毛利&毛利率（百万 元、%）



资料来源：Wind，中信建投

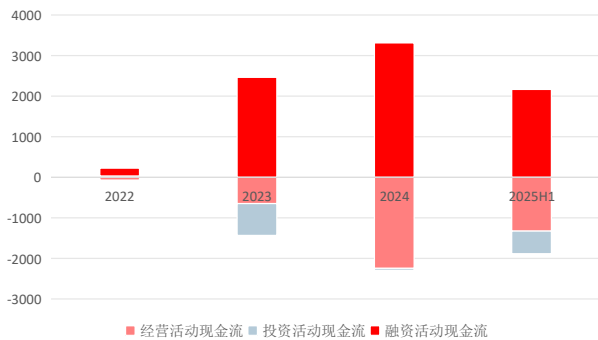
图表 28：公司云端部署毛利&毛利率（百万元、%）



资料来源：Wind，中信建投

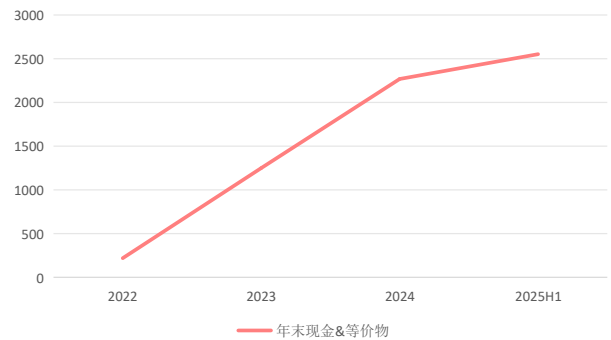
公司现金流表现为“经营、投资端净流出，但账上现金较充足”。2022、2023、2024、2025H1 经营活动现金流净额分别为-0.68、-6.48、-22.44、-13.27 亿元；投资活动现金流净额分别为 0.33、-7.85、-0.49、-5.56 亿元。尽管两端现金流仍为负，公司期末现金及现金等价物维持在，显示短期流动性相对充裕。经营现金流承压主要来自公司仍处于扩张阶段：研发投入、算力与运维费用、销售与交付团队扩充带来现金支出增加，同时项目回款周期与合同结算节奏可能导致应收与合同资产占用资金。投资现金流为负则更多与算力相关资本开支、软硬件及系统投入、以及可能的长期资产/投资布局有关。

图表 29：公司投资&融资&经营现金流（百万元）



资料来源：Wind，中信建投

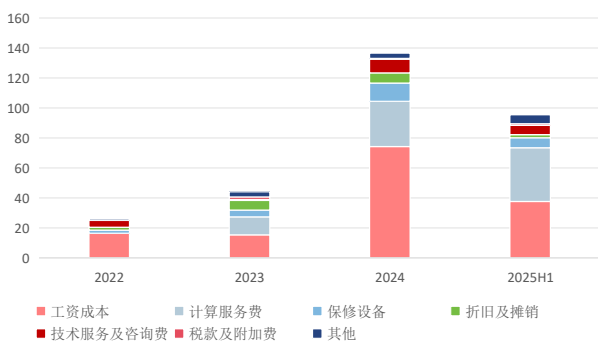
图表 30：公司年末现金&等价物（百万元）



资料来源：Wind，中信建投

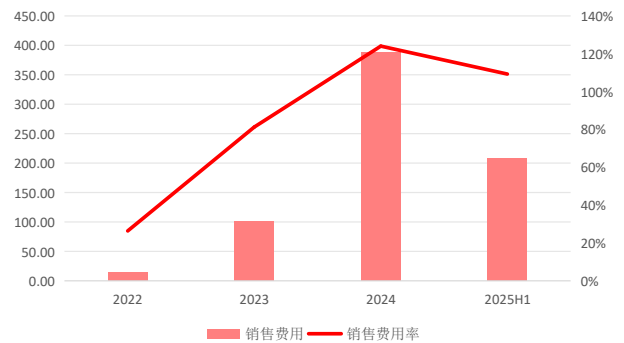
公司成本结构以三项为主：工资成本、计算服务成本及设备保修等。2023、2024、2025H1 公司的工资成本分别为 0.15、0.74、0.38 亿元；计算成本分别为、0.12、0.30、0.36 亿元；保修设备成本分别为 0.05、0.12、0.07 亿元；折旧摊销成本分别为 0.06、0.07、0.02 亿元。

图表 31：公司成本拆解（百万元）



资料来源：Wind，中信建投

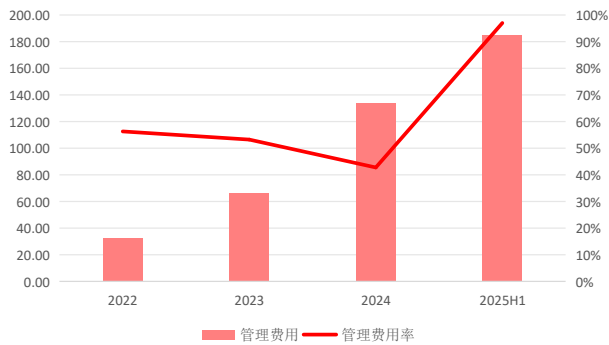
图表 32：公司销售费用&销售费用率（百万元、%）



资料来源：Wind，中信建投

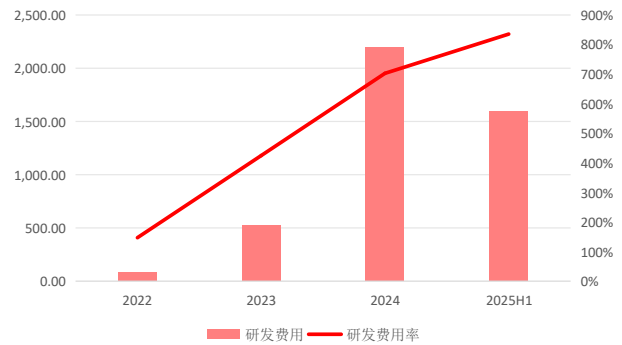
公司费用率仍处于快速上行通道，期间费用以研发投入为核心。2023、2024、2025H1 销售费用分别为 1.0、3.9、2.1 亿元；研发费用分别为 5.3、22.0、15.9 亿元，为三费中占比最高且增速最快；管理费用分别为 0.7、1.3、1.9 亿元。趋势上看，三费金额随业务扩张同步抬升，且研发费率维持高位或进一步上行。原因主要在于公司仍处于“技术与平台能力换规模”的阶段：大模型训练与迭代、智能体/多模态产品化、工程化与安全合规带来持续研发人力与算力相关开支；同时销售端为拓展重点行业客户需加大解决方案、交付与生态渠道投入；管理端则受组织扩编、合规及上市相关费用影响。

图表 33：公司管理费用&销售费用率（百万元、%）



资料来源: Wind, 中信建投

图表 34：公司研发费用&销售费用率（百万元、%）



资料来源: Wind, 中信建投

营收预测：

公司的核心业务是依托 GLM 系列模型的 MaaS 平台，分别通过本地部署和云端调用的方式收费，主要覆盖的下游领域包括科技、金融、互联网、工业、医疗、零售等领域。本地化部署方面，预计随着 AI 能力的快速提高，大 B 端对于 AI 赋能业务提质增效的需求会有明显提高。公司作为 2024 年中国头部大语言模型厂商的 TOP5，将充分享受卡位优势带来的业务增量需求。本地业务以存量客户持续渗透和新增行业客户拓展为主，客户黏性较强、项目交付节奏稳定，是公司收入增长的重要基本盘。预计本地化业务仍将保持高速增长，预计 2025-2027 的收入增速为：100%、75%、65%。

在云端产品方面，随着行业对于云端 API 调用的接受度提升，以及模型快速迭代的更新需求，我们预计云端业务未来将成为公司主要增长点，收入占比将持续提升。特别是公司的 Coding plan 上线后 ARR 快速突破 1 亿元，显示了在代码等领域的强大潜力。同时随着大模型能力的进步，我们预计公司云端业务的毛利率也会有进一步提升。预计云端业务收入 2025-2027 年增速分别为：400%、180%、140%。

综上，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 7.68、15.96、31.37 亿元，同比增速分别为 145.8%、107.8% 和 96.6%。对应 2025-2027 年 P/S 分别为 82x、39x 和 20x，估值随收入规模快速扩张显著消化。盈利方面，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 -40.0、-41.8 和 -36.6 亿元。预计公司 2025 和 2026 年亏损仍有阶段性扩大，主要由于公司持续加大研发投入、平台能力建设及业务扩张，自 2027 年开始亏损将显著收窄。参考公司招股书披露的经调整净利润口径，其中股份支付、赎回负债利息及上市相关费用均属于阶段性支出，预计上市后将逐步下降。综合考虑公司在 AI 平台化能力、技术积累深度及优质客户结构方面的长期竞争优势，参考海外可比 AI 公司估值水平，给予对公司的“买入”评级。

图表 35：公司营收拆分（亿元、%）

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
本地业务（亿元）	0.55	1.13	2.64	5.28	9.24	15.25
YoY（%）		105%	134%	100%	75%	65%
毛利率（%）	53.60%	68.18%	66.02%	68%	68%	68%
share（%）	96%	91%	85%	69%	58%	49%
数据与云端产品（亿元）	0.03	0.12	0.48	2.40	6.72	16.13
YoY（%）		300%	300%	400%	180%	140%
毛利率（%）	76.10%	31.04%	3.37%	10%	18%	23%
share（%）	4%	9%	15%	31%	42%	51%
营业收入（亿元）	0.57	1.25	3.12	7.68	15.96	31.37
YoY（%）		116.9%	150.9%	145.8%	107.8%	96.6%
毛利率（%）	54.6%	64.6%	56.3%	49.9%	47.0%	44.9%

资料来源：Wind，中信建投

风险提示：

公司未来经营与业绩表现仍面临多重不确定性。1) 宏观与政策风险：宏观经济波动可能导致企业与政府客户预算收缩、采购周期拉长与项目延期，从而影响订单转化与回款节奏。同时，数据安全、算法治理、跨境数据与行业监管政策若趋严，可能抬升合规成本并限制部分产品功能或落地场景。2) 行业与竞争风险：AI大模型与智能体赛道迭代极快，若公司在模型效果、推理效率、多模态能力或工程化稳定性上落后，产品竞争力可能下降。行业竞争加剧亦可能引发价格战与渠道争夺，导致云端调用单价下行、毛利率承压。上游算力供给与价格波动、关键供应商约束也可能推高成本并影响交付。3) 公司经营风险：公司仍处投入期，研发、算力与市场拓展支出高企，若商业化进展不及预期，亏损可能延续并带来现金流压力。应收账款与合同资产增加可能引发减值与回款风险；大客户集中度偏高时，单一客户需求变化将放大业绩波动。核心技术人才流失、信息安全事件或重大项目交付不达标，也可能对口碑与后续订单造成不利影响。

敏感性分析：

分别基于乐观、中性、悲观的三种假设。**乐观情况下**，凭借 GLM 产品的能力优势，公司的云端产品将快速提升市场份额，预计 2025-2027 年云端收入增速为 500%、200%、160%。因此营业收入将提升至 8.2、17.9、37.7 亿元，同比增长 161.2%、119.1%、110.9%，净利润为-40.0、-41.5、-35.2 亿元。**中性情况下**，参考上述盈利预测。**悲观情况下**，市场竞争加剧，AI 产品相对同质化，公司的本地化业务和云端业务的市场份额均受影响，2025-2027 年本地化增速为 95%、70%、60%，云端业务增速为 300%、150%、120%，因此整体营收为 7.1、13.6、24.6 亿元，同比增速为 126.2%、91.7%、81.3%，净利润为-40.2、-42.5、-38.3 亿元。

图表 36：敏感性分析（亿元、%）

敏感性分析	2025F	2026F	2027F
乐观			
收入（亿元）	8.2	17.9	37.7
YOY(%)	161.2%	119.1%	110.9%
净利润(亿元)	-40.0	-41.5	-35.2
YOY(%)	-35.2%	-3.8%	15.3%
中性			
收入（亿元）	7.7	16.0	31.4
YOY(%)	145.8%	107.8%	96.6%
净利润(亿元)	-40.0	-41.9	-36.6
YOY(%)	-35.4%	-4.5%	12.5%
悲观			
收入（亿元）	7.1	13.6	24.6
YOY(%)	126.2%	91.7%	81.3%
净利润(亿元)	-40.2	-42.5	-38.8
YOY(%)	-35.8%	-5.9%	8.9%

资料来源：Wind，中信建投

报表预测

三表预测（百万元、%）：

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,015.87	6,620.84	8,255.36	11,619.96
现金	2,269.22	4,814.97	4,528.44	4,306.76
应收票据及应收账款合计	91.14	120.40	250.21	491.86
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	476.98	1,133.17	2,354.86	4,629.16
存货	32.47	165.29	363.56	742.70
其他流动资产	146.07	387.01	758.30	1,449.49
非流动资产	1,359.90	1,209.54	1,059.18	908.82
长期投资	201.20	201.20	201.20	201.20
固定资产	242.54	204.54	166.54	128.55
无形资产	674.18	561.82	449.46	337.09
其他非流动资产	241.98	241.98	241.98	241.98
资产总计	4,375.77	7,830.38	9,314.54	12,528.77
流动负债	7,838.06	15,266.29	20,853.62	27,588.07
短期借款	269.40	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	58.29	77.73	170.96	349.25
其他流动负债	7,510.36	15,188.56	20,682.66	27,238.82
非流动负债	492.86	492.86	492.86	492.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	492.86	492.86	492.86	492.86
负债合计	8,330.91	15,759.15	21,346.48	28,080.93
少数股东权益	1.48	1.48	-1.91	-4.88
股本	36.22	1,036.22	2,036.22	3,036.22
资本公积	-3,992.85	-4,992.85	-5,992.85	-6,992.85
留存收益	0.00	-4,004.92	-8,189.81	-11,852.39
归属母公司股东权益	-3,956.63	-7,961.55	-12,146.44	-15,809.02
负债和股东权益	4,375.77	7,799.08	9,198.13	12,267.03

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-2,244.919	3,408.618894	97,115,140.97	62,853,533.53
净利润	-2,958.01	-4,004.92	-4,188.28	-3,665.55
折旧摊销	279.94	150.36	150.36	150.36
财务费用	38.32	53.76	95.76	156.87
其他经营现金流	394.83	7,209.42	4,039.27	3,421.17
投资活动现金流	-48.56	-600.00	-400.00	-300.00
资本支出	126.24	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-174.80	-600.00	-400.00	-300.00
筹资活动现金流	3,312.07	-262.87	16.35	15.46
短期借款	269.40	-269.40	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	3,042.67	6.54	16.35	15.46
现金净增加额	1,018.60	2,545.75	-286.53	-221.68

资料来源: Ifind、中信建投

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	312.41	768.00	1,596.00	3,137.40
营业成本	136.53	384.96	846.72	1,729.73
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	387.48	460.80	638.40	784.35
管理费用	2,329.04	3,302.40	3,830.40	3,859.00
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	38.32	53.76	95.76	156.87
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	21.25	29.00	27.00	27.00
营业利润	-2,557.69	-3,404.92	-3,788.28	-3,365.55
其他非经营损益	-400.32	-600.00	-400.00	-300.00
利润总额	-2,958.01	-4,004.92	-4,188.28	-3,665.55
所得税	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-2,958.01	-4,004.92	-4,188.28	-3,665.55
少数股东损益	-1.52	0.00	-3.39	-2.97
归属母公司净利润	-2,956.49	-4,004.92	-4,184.89	-3,662.58
EBITDA	-2,639.75	-3,800.80	-3,942.16	-3,358.32
EPS（元）	-6.72	-9.10	-9.51	-8.32

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	150.86	145.83	107.81	96.58
净利润(%)	-275.40	-35.39	-4.58	12.48
获利能力				
毛利率(%)	56.30	49.88	46.95	44.87
销售净利率(%)	-946.82	-521.47	-262.42	-116.83
ROE(%)	74.72	50.30	34.45	23.17
ROIC(%)	105.93	56.17	28.98	19.38
偿债能力				
资产负债率(%)	190.39	201.26	229.17	224.13
净负债比率(%)	50.56	60.49	37.28	27.23
流动比率	0.38	0.43	0.40	0.42
速动比率	0.37	0.40	0.34	0.34
营运能力				
总资产周转率	0.07	0.10	0.17	0.25
应收账款周转率	3.43	6.38	6.38	6.38
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	-6.72	-9.10	-9.51	-8.32
每股经营现金流(最新摊薄)	-5.10	7.74	0.22	0.14
每股净资产(最新摊薄)	-8.99	-18.08	-27.59	-35.91
估值比率				

分析师介绍

阎贵成

TMT 及海外研究组组长，通信行业首席分析师，北京大学学士、硕士，7 年中国移动工作经验，2017 年加入中信建投证券研究发展部通信团队。目前专注于人工智能、云计算、物联网、5G/6G、光通信、运营商等领域研究，2019 年以来曾多次获得证券行业各大评选的通信行业第一名，如新财富、水晶球、金麒麟、上证报、Wind 等。

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技龙头公司研究。2024 年新财富海外市场研究第五名；2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围；2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

应瑛

中信建投证券计算机行业首席分析师，伦敦国王学院硕士，5 年计算机行业研究经验。2021 年加入中信建投，深入覆盖医疗信息化、工业软件、云计算、网络安全等细分领域。

于芳博

中信建投人工智能组首席分析师，北京大学空间物理学学士、硕士，2019 年 7 月加入中信建投，主要覆盖人工智能等方向，下游重点包括智能汽车、CPU/GPU/FPGA/ASIC、EDA 和工业软件等方向

向锐

海外团队分析师，中国人民大学金融学硕士，2022 年加入中信建投研究发展部海外团队，主要覆盖游戏/电商/SaaS/美股 AI 科技等方向，擅长前瞻性判断产业趋势及个股 alpha，2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围、2024 年新财富港股及海外最佳研究团队上榜核心成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk