

Cango Inc.
NYSE: CANG

首次覆盖 (INITIATING COVERAGE)
买入 (BUY), 目标价: 4.00 美元

2025 年 12 月 22 日

市场数据

股价:	\$ 1.55
市值:	\$ 549.40 M
52 周区间:	\$ 1.12—\$ 4.83
日均成交量:	911,000
基本流通股数:	354.45 M
完全稀释后股本:	486.16 M
流通股数 (Float):	87.39 M
机构持股比例:	14%
内部人持股比例:	60%

最新披露财务季度数据

现金:	44.90 M
短期债务:	0.00 M
长期债务:	405.13 M
账面价值	688.46 M
EBITDA (过去12个月):	N/A
经营现金流 (过去12个月):	N/A

审计机构 (Auditor): MaloneBailey LLP

美元	2024A	2025e	2026e	2027e
----	-------	-------	-------	-------

营业收入 (Revenue) (单位: 百万)

3 月	6 月	9 月	12 月	总收入	(P/S)
146.06A	139.84A	224.64A	171.16	681.70	0.81
173.43	176.01	175.57	176.29	701.30	0.78
178.90	181.62	184.38	185.14	730.04	0.75

稀释后每股收益 (Diluted EPS)

3 月	6 月	9 月	12 月	EPS	P/E
(0.24)A	(1.68)A	0.10A	(0.52)	(1.21)	N/A
0.03	0.06	0.11	0.14	0.34	4.56
0.17	0.21	0.25	0.29	0.93	1.67

William Gregozeski, CFA
wgregozeski@greenridgeglobal.com
+1 414 435 1110

市场领先的比特币矿企: 轻资产模式向能源及 HPC 基础设施领域拓展

业务概览 (Business Summary)

Cango Inc. 于 2024 年 11 月在剥离其汽车相关业务后正式进入比特币挖矿领域, 并已转型为一家 市场领先的比特币挖矿及资金管理 (treasury) 公司。公司约 50 EH/s 的挖矿算力主要部署于美国, 同时在 埃塞俄比亚、阿曼及巴拉圭 等地配置矿机资产。截至 2025 年 11 月底, 公司在严格执行 HOLD (长期持有) 策略 的情况下持有 6,959 枚比特币 (BTC)。在 2025 年第三季度 (Q3:25), Cango 收购了一处位于 佐治亚州的 50MW 数据中心设施, 其中 30MW 已用于部署其挖矿资产, 作为公司正在推进的 “能源 + HPC (高性能计算)” 战略 的一部分, 该战略预计将进一步拓展至 可再生能源项目及 HPC 数据中心建设。

核心观点 (Key Points)

- **估值显著偏低:** Cango Inc. 当前估值显著低于其内在价值, 其股价低于公司所持 现金及比特币 (BTC) 等流动资产、挖矿设备组合以及 50MW 数据中心资产的合计价值 (在扣除 Antalpha 信贷额度后)。
- **持续推进成本优化:** 公司持续寻求降低其矿业组合成本的方法, 包括自我托管、进行设备升级置换以及获取更低成本的电力生产。
- **布局自有电力资源以提升盈利能力:** Cango 正在阿曼推进太阳能发电与储能试点项目, 并与合作方在印度尼西亚建设一座 150MW 发电设施, 该项目具备扩展至 300MW 的潜力。掌控自有电力资源被视为公司在 AI 数据中心及比特币挖矿业务 中实现收入多元化并提升盈利能力的关键一步。
- **拓展高毛利的能源与数据基础设施业务:** 公司计划向灵活能源与数据基础设施项目延伸, 以把握更高毛利率及更强现金流潜力。该战略有助于公司绕开同业进入 Tier 4 级 AI 数据中心 所需经历的长期且高资本开支建设周期, 从而维持其轻资产运营模式。此外, 凭借其股权融资能力及充足的现金储备, Cango 具备在合适时点把握潜在发展机会的资源基础。
- **管理团队与产业网络具备优势:** 公司管理层由多位具备加密货币挖矿经验的现任及前任高管组成, 并与 Bitmain 及 Antalpha 保持紧密联系, 有望带来潜在并购或投资机会并为股东创造价值。

估值 (Valuation)

我们对 Cango Inc. 启动研究覆盖, 给予 买入 (Buy) 评级, 目标价 4.00 美元。我们认为, 鉴于公司在比特币挖矿领域的市场领先地位以及其以轻资产模式切入 HPC (高性能计算) 市场的战略布局, 当前市场对公司价值的定价存在偏差。公司拥有全球领先规模的挖矿设备资产, 持有 超过 6 亿美元的比特币资产, 近期完成首个基础设施设施收购, 并已有 两个发电项目在推进; 同时具备充足的现金储备及股权融资能力, 为其战略扩张提供支撑。我们预计, 管理层将在未来数月内披露更多扩张计划细节, 并有望推动公司估值的重新定价 (re-rating)。我们的目标价基于两种估值方法的平均值: 7 倍 EV/aEBITDA (对应 2026 年 aEBITDA 335.4 百万美元) 及 15 倍市盈率 (P/E) (对应 2026 年稀释后每股收益 0.34 美元), 上述倍数均低于可比行业公司水平。

公司概况

Cango Inc. 于 2024 年 11 月 在剥离其汽车相关业务后正式进入比特币挖矿领域，并已转型为一家 市场领先的比特币挖矿及资金管理 (treasury) 公司。公司约 50 EH/s 的挖矿算力主要部署于美国，同时在 埃塞俄比亚、阿曼及巴拉圭 等地配置矿机资产。截至 2025 年 11 月底，公司在严格执行 HODL (长期持有) 策略 的情况下持有 6,959 枚比特币 (BTC)。在 2025 年第三季度 (Q3:25)，Cango 收购了一处位于 佐治亚州的 50MW 数据中心设施，其中 30MW 已用于部署其挖矿资产，作为公司正在推进的“能源 + HPC (高性能计算)” 战略的一部分，该战略预计将进一步拓展至 可再生能源项目及 HPC 数据中心建设。

算力 (Hashrate)

通过与 Bitmain 的合作关系 (该关系最初由其一名前汽车业务合作方引荐)，Cango 于 2024 年底 加速进入比特币挖矿领域，并宣布从两家卖方收购在架加密矿机，合计算力 50 EH/s，交易总价 4 亿美元，对应单价约 8 美元/T。其中，32 EH/s 的矿机于 2024 年 11 月 15 日 以 2.56 亿美元现金 直接向 Bitmain 采购并已投入运行；其余 18 EH/s 的矿机则以 145,658,192 股普通股 (估值 1.44 亿美元) 向一组卖方收购 。在该卖方群体中，Golden TechGen Limited (GTG) 为最大卖方；该公司在出售予第三方之前由 Bitmain 的首席财务官持有。GTG 的现任所有者 王宁 在其持股比例高于 5% 期间，享有提名 两名董事会成员 的权利。此外，GTG 卖方还享有一项或有对价安排：若 CANG 的市值在 2028 年底前超过 18.25 亿美元，其可额外获得 97,105,461 股 A 类普通股。基于公司严格执行的 HODL (长期持有) 策略，在下次区块奖励减半前，Cango 所持比特币资产的价值预计将超过上述市值门槛。该交易已于 2025 年 6 月 27 日 完成。



Bitmain S19 XP Hydro
257T | 5,346W | 20.8J/T



Bitmain S19 XP
141T | 3,031.5W | 21.5J/T



Bitmain S19j XP
151T | 3,247W | 21.5J/T

截至 2025 年 9 月 30 日，公司共拥有约 26 万台在架矿机，其中约 46% 为 S19XP Hydro，其余 54% 为 S19XP 与 S19j XP 的组合。上述机型目前已属 前两代产品，但在当前比特币价格水平下，其运营成本仍具经济性；若计入设备折旧，则整体处于 小幅亏损 状态。公司选择收购较早代次的在架矿机，符合管理层所推行的轻资产运营模式，即通过以较低资本开支获取算力规模，并在后续逐步对设备进行升级，以持续优化运行效率。在 2025 年第四季度 (Q4)，公司完成了约 6 EH/s 算力的设备“更新”，将部分产能升级至 S21 机型；该过程通过以旧换新方式置换部分 S19 机型，仅需支付新设备相对于去年原始采购价格的 增量成本。截至目前，公司尚未披露此次更新的具体成本或矿机组合的最新结构。鉴于公司在“能源 + HPC”业务方向上的布局，预计在下次比特币减半事件之前，Cango 不太可能继续大幅增加算力规模，而将重点放在 成本管理 以及 把握有利的设备升级机会 上。

Cango 的矿机目前由第三方在全球范围内托管，其中 Bitmain 为其最大的托管服务商，矿机分布于 40 余个站点。公司约 57% 的挖矿算力部署于美国，其中包括其近期收购的一处 50MW 数据中心设施，该设施内已有 30MW 的自有挖矿设备，其余算力分布情况详见下一页。由 Bitmain 负责运营 Cango 的矿机，有助于提升整体运行效率，并弥补公司在 2024 年进入比特币挖矿领域初期 尚不具备的专业技术经验。随着时间推移，我们预计 Cango 将逐步转向 自托管并自主运营 其矿机，以进一步提升利润率。此外，Cango 通过 Antpool 进行比特币挖矿，该矿池为 Bitmain 旗下、市场领先的矿池运营商。

公司概况 (续)

Cango 当前挖矿产能

美国	28EH/s	703MW
埃塞俄比亚	13EH/s	300MW
阿曼	6EH/s	137MW
巴拉圭	3EH/s	63MW
合计	50EH/s	1,203MW

来源: CANG 公司文件

与多数上市比特币矿企不同, Cango 采取严格的 HODL (长期持有) 策略, 将全部挖出的比特币保留在公司金库中。自 2024 年 11 月起, 公司已累计挖出 6,959.3 枚比特币 (BTC), 目前无出售计划, 但亦表示在出现战略性机会时不排除出售部分 BTC。为支持运营, 公司与 Antalpha (纳斯达克代码: ANTA) 签署了供应链融资协议, 该融资年利率为 7.5%, 本金偿还延期至 2028 年初的下一轮比特币减半之后。公司以其持有的 BTC 作为该融资安排的抵押物, 最高可按 60% 的贷款价值比 (LTV) 借款, 目前对应规模约 4 亿美元。公司与 Antalpha 的关系较为紧密: Cango 新任 CEO Peng Yu 此前曾在 Antalpha 担任高管; 公司新任董事长 Xin Jin 为 Antalpha 的创始人兼 CEO。Enduring Wealth (从 Cango 创始人处购入具备超级投票权的 B 类股份) 由 Peng Yu 及 Antalpha 的首席投资官 Andrea Dal Mas 控制。此外, 与 Antalpha 相关的公司 Ursalpha 亦曾作为现金买方收购了 Cango 的原汽车业务。

能源 + HPC

自转型比特币挖矿业务以来, 公司中期规划已纳入其 “能源 + HPC (高性能计算)” 战略, 旨在获取 资本投入强度较低的能源及 HPC 基础设施项目。公司于 8 月以 1,950 万美元现金收购了一处 50MW 的设施, 正式启动该战略。该设施目前承载了 30MW 的 Cango 自有挖矿设备, 其用电成本已低于公司此前支付的电价水平; 剩余 20MW 目前用于托管第三方矿机。随着相关托管合同临近到期, 我们预计管理层将重新评估该空间及电力用途, 选择 继续托管第三方设备、部署自有挖矿设备以降低单位比特币现金成本, 或将产能转用于 AI 推理相关应用。

公司并不计划效仿同业矿企及超大规模云服务商 (hyperscalers) 参与 Tier 4 级数据中心的竞争, 而是将重点放在 资本投入更为友好的 Tier 2 级数据中心, 用于 AI 推理 (inferencing) 等应用。管理层认为, 此类设施具备较高的灵活性, 可根据市场情况 在服务 AI 客户与部署自有比特币挖矿设备之间进行切换。在能源侧, 预计 Cango 将通过 自建或收购规模较小的可再生能源项目 为上述灵活用途设施供电, 或收购现有设施并进行改造, 以满足其挖矿及 HPC 应用需求。无论采取何种路径, 相关项目的收购或开发 均可能需要引入外部资金支持。

Cango 目前正推进 两个绿色能源项目, 包括位于 阿曼的一处 1.5MW 离网太阳能光伏及储能项目, 以及位于印度尼西亚的一处 150MW 并网项目, 该项目具备扩展至 300MW 的潜力。上述项目旨在为 Cango 的 AI 计算相关业务 提供电力支持。截至目前, 公司尚未披露有关 阿曼项目 的财务或其他运营层面的具体信息; 在 印度尼西亚项目 方面, Cango 正与当地合作伙伴推进, 相关条款仍处于协商阶段。在上述项目的具体细节进一步明确并正式披露之前, 我们 未在盈利预测或估值中纳入其潜在影响。

2028 年模型 / 估值影响 (2028 Model / Valuation Impacts)

在 比特币本身、比特币挖矿行业或 HPC 数据中心业务未发生重大结构性变化 的前提下, Cango 将在 2028 年面临 两项可能对其财务表现及估值产生负面影响的事件。首先, 下一轮比特币区块奖励减半预计将于 2028 年初发生, 该事件将使公司的挖矿收入在短期内 直接减半。理论上, 比特币价格应会对减半因素进行调整, 但这一结果并不存在确定性。若届时比特币价格未出现显著上涨, 几乎所有矿企的挖矿活动都将面临亏损, 从而导致全球算力 (EH/s) 出现大幅收缩。类似情形在 10 月比特币价格大幅回落后已有所体现: 全球算力规模由约

公司概况 (续)

1,100 EH/s 下降至 900 EH/s, 从而提高了仍在运营矿企的区块奖励份额。考虑到在减半前后 能源价格大幅下行的可能性较低, 我们预计比特币价格需通过上涨来平衡行业经济性, 而 缺乏低成本电力、效率较低的老旧矿企将被迫退出市场。在此期间, 我们预计 Cango 将持续对其现有 50 EH/s 的矿机队伍进行设备更新, 逐步 内部化矿场运营管理, 并进一步收购 发电成本低于其当前用电价格的能源项目, 以提升整体成本结构。第二项潜在负面因素在于, 若 CANG 的市值在 2028 年底前超过 18.25 亿美元, 公司将需向 18 EH/s 矿机交易的卖方 发行 97,105,461 股普通股。若公司在 “能源 + HPC” 业务板块实现具备盈利能力的扩张, 其市值或将与其他矿业同业类似出现上升, 从而触发该股份发行安排。即便公司继续仅聚焦于比特币挖矿业务 (尽管这一情形看似可能性较低), 在其仍持有大规模比特币资产、同时背负 Antalpha 融资安排 的情况下, 其市值亦可能单凭比特币资产价值突破上述门槛。在假设公司 至 2027 年仍维持约 50 EH/s 的算力规模 的情况下, 基于我们对 全球算力水平及比特币价格的预测假设, 公司届时所持比特币资产规模预计将达到 约 27 亿美元。

AutoCango

在 2025 年 5 月 出售其传统汽车金融业务后, 公司保留了 AutoCango.com 平台, 该平台主要用于将 中国的二手车出口至海外买家。公司之所以保留该业务, 主要基于其 轻资产运营模式、汽车出口需求的增长趋势, 以及该业务目前已实现 正向经营性现金流。我们预计该业务将实现 有限的边际增长, 但不预计公司会从其核心业务中调配额外资源, 以支持 AutoCango 业务的进一步扩张。

公司信息

公司总部: 美国德克萨斯州达拉斯市 McKinney 大道 3131 号, 邮编 75204

公司网站: cangoonline.com

投资者关系联系人: Juliet Ye (Cango) | Christian Arnell (Christensen Advisory)

股本结构 (Cap Table)

截至 2025 年 7 月 23 日		普通股
Golden Tech Limited		70,353,030
其余 18 EH/s 的卖方		76,317,895
Xiaojun Zhang (创始人、前董事长)		33,275,787
Jiayuan Lin (创始人、前首席执行官)		32,439,260
Boyu Capital (博裕资本)		23,635,636
Taikang Asset Management (泰康资产管理)		9,576,483
Tencent Holdings (腾讯控股)		6,717,404
DiDi Global (滴滴)		4,740,480
Publicly Held (公众持股)		87,392,853
A 类普通股合计		344,448,828
Enduring Wealth Capital		10,000,000
B 类普通股合计		10,000,000
已发行股份总数¹		354,448,828
	Conversion	普通股
期权—2018 年 5 月	\$ 0.2951	5,569,105
期权—2019 年 2 月	\$ 0.2951	5,569,105
期权—2020 年 10 月	\$ 0.2951	8,353,658
期权—2021 年 5 月	\$ 0.2951	8,454,422
期权—2022 年 4 月	\$ 0.2951	6,000,000
期权—2022 年 8 月	\$ 0.2951	613,000
期权—2024 年 12 月	\$ 0.2951	42,906
已发行期权合计²		34,602,196
或有股份³		97,105,461
完全稀释后股份数		486,156,485

注释 (NOTES) :

¹ Cango 已批准一项 3,000 万美元的股份回购计划，有效期至 2026 年 4 月 24 日；但我们预计公司不会实际动用该计划进行回购。

² 鉴于公司自转型比特币挖矿业务以来已引入相对较新的管理团队，预计未来可能推出新的员工股票期权激励计划。

³ 若 Cango 的市值在 2028 年底前超过 18.25 亿美元，公司将需向 18 EH/s 挖矿产能交易的卖方发行 97,105,461 股 A 类普通股；基于公司当前的发展规划，该情形具有较高发生可能性。

公司及资本沿革

- 2010年8月—公司成立，初始名称为上海灿谷 (Shanghai Cango)。
- 2017年7月—完成一轮融资，募集资金人民币 7 亿元，投资方包括 Primavera Capital (春华资本) 及 Warburg Pincus (华平投资)。
- 2017年10月—公司重组并在开曼群岛注册成立 Cango Inc.。
- 2018年3月—完成人民币 13 亿元融资，投资方包括 Tencent (港交所: 700)、泰康人寿、滴滴出行 (OTC: DIDIY) 等。
- 2018年6月—从滴滴出行及另一名投资者处募集资金 2.456 亿美元。
- 2018年7月26日—公司在纽约证券交易所完成首次公开募股 (IPO)，以每股 11.00 美元的价格发行 400 万份美国存托股 (ADS)，募集资金 4,400 万美元。
- 2024年11月15日—公司以 2.56 亿美元现金从 Bitmain 收购在架 (on-rack) 加密货币挖矿设备，合计算力为 32 EH/s。
- 2025年3月13日—公司宣布一项 3,000 万美元的股份回购计划，该计划于 2025 年 4 月 25 日正式启动。该计划取代了此前于 2024 年 4 月 24 日启动的 5,000 万美元回购计划；后者在实施期间共回购 996,640 股股份，耗资约 170 万美元。
- 2025年5月7日—公司以 3.5194 亿美元现金将其在中国的传统汽车业务出售给 Ursalpa Digital，其中 2.1064 亿美元于交割时支付，剩余款项将以按季度分期方式支付。交易完成后，Yongyi Zhang 辞去首席财务官 (CFO) 职务并退出董事会；同时，Zhipeng Song、Dongsheng Zhou 及 Rong Liu 亦一并辞任董事职务。Yanjun Lin 与 Haitian Lu 获任命加入董事会。
- 2025年6月27日—公司以股份对价方式，从多名卖方处完成在架 (on-rack) 加密货币挖矿设备的收购，合计算力为 18 EH/s，交易对价为 1.44 亿美元。其中，最大卖方为 Golden TechGen (“GTG”) Limited。公司通过发行 146,670,925 股 A 类普通股完成支付，折合每份 ADS 价格约为 1.96 美元，较交易公告时的市场价格折让约 30%。根据协议，在 GTG 持有 CANG 股份比例高于 5% 的前提下，GTG 的 Ning Wang 先生有权提名两名董事会成员。
- 2025年7月23日—公司完成了一次几乎全面的管理层更替，包括新任首席执行官 (CEO)、首席财务官 (CFO)、首席投资官 (CIO)、董事长及董事。同时，联合创始人 Xiaojun Zhang 与 Jiayuan Lin 以 7,000 万美元的价格向 Enduring Wealth Capital 出售了合计 1,000 万股 B 类普通股。
- 2025年8月11日—公司以 1,950 万美元现金收购了位于美国佐治亚州的一处 50MW 挖矿设施。
- 2025 年 11 月 17 日—公司终止其 ADR 计划 (原为 1 份 ADS 对应 2 股普通股)。该调整降低了公司在已发行股份及未来发行中的相关费用。

管理层与董事会

	年龄	职务	薪酬	持股	期权
<i>Yu Peng</i>		首席执行官 (CEO)、董事	N/A	N/A	N/A
Yu Peng 于 2025 年 7 月加入 Cango, 担任首席执行官 (CEO) 及董事。在此之前, 曾任 ABC International Investment Management 董事总经理, 以及 Antalpha 首席战略官。Peng Yu 在比特币挖矿、能源、并购及资产管理领域拥有近 20 年从业经验, 曾任职于 Zhongrong Huijin Asset Management、ORIX Asia Capital 及 China Construction Bank 等机构。					
<i>Yongyi Zhang</i>	52	首席财务官 (CFO)	N/A	N/A	N/A
Yongyi Zhang 于 2025 年 7 月重新加入 Cango, 出任首席财务官 (CFO)。此前, 他曾于 2018 年至 2025 年初期间担任公司同一职务。在加入 Cango 之前, Zhang 先生曾任中德证券执行董事、中国银河证券高级经理, 以及上海证券交易所副经理。					
<i>Simon Ming Yeung Tang</i>		首席投资官 (CIO)	N/A	N/A	N/A
Simon Ming Yeung Tang 于 2025 年 7 月加入 Cango, 出任首席投资官 (CIO)。在加入 Cango 之前, Tang 先生曾担任中国一家互联网公司 & 一家电动汽车公司的首席财务官 (CFO)。其早期职业经历包括在瑞士信贷 (Credit Suisse) TMT 投资银行团队任职, 以及在年利达律师事务所 (Linklaters) 担任律师。					
<i>Jin Xin</i>	37	董事长 (Chairman)	N/A	N/A	N/A
Jin Xin 于 2025 年 7 月加入 Cango, 出任董事长。其为 Antalpha Platform Holding Co 的创始人兼首席执行官 (CEO), 该公司是一家专注于比特币产业的供应链金融平台。Xin Jin 在加密货币挖矿及数据中心领域拥有丰富经验。					
<i>Chang-Wei Chui</i>		董事 (Director)	N/A	N/A	N/A
Chang-Wei Chui 于 2025 年 7 月加入 Cango 董事会。此前, 其曾任 Antalpha Capital 首席投资官 (CIO)、Armada Capital 管理合伙人、Chichuang Technologies 首席财务官 (CFO), 以及 China Yang Ming Medical 企业发展副总裁。					
<i>Yanjun Lin</i>		董事 (Director)	N/A	N/A	N/A
Yanjun Lin 2025 年 5 月加入 Cango 董事会, 目前担任 I.N Capital 的创始合伙人。I.N Capital 是一家专注于区块链与人工智能领域的投资及咨询机构。此前, Lin 先生曾任职于瑞士信贷 (Credit Suisse) 及巴克莱资本 (Barclays Capital) 投资银行部门, 并曾担任 AMINA Bank AG 亚洲区首席执行官 (CEO), 以及 9F Inc. (纳斯达克: JFU) 首席财务官 (CFO)。					
<i>Haitian Lu</i>		董事 (Director)	N/A	N/A	N/A
Haitian Lu 教授于 2025 年 5 月加入 Cango 董事会, 现任香港理工大学会计与金融学教授。Lu 教授同时担任博时基金管理有限公司、中国人寿信托、Wiselaw Digital Technology、Wise International Development 及 Vitalink Technology 的董事。					
<i>Chi Ming Lee</i>	72	董事 (Director)	N/A	N/A	N/A
Chi Ming Lee 于 2018 年 7 月加入 Cango 董事会, 自 2020 年起担任 Alex KY Wong Asset Management 的董事及管理合伙人。此前, Lee 先生曾任中国宝力科技的独立非执行董事、华泰证券独立非执行董事, 以及南国国际资产管理的管理合伙人。					

注: 只要 GTG 持有的 CANG 股份比例高于 5%, Golden TechGen 的 Ning Wang 先生即有权提名两名董事会成员。

市场概览

近期加密货币相关监管环境的变化，推动更多资金、企业及政府机构进入比特币领域，包括提供托管服务、参与挖矿，或建立比特币资产储备 (treasury)。上述变化使上市公司得以加速推进挖矿业务及比特币资产配置，同时也促进了面向个人投资者的 ETF 产品供给扩张。在需求增长及比特币价格上行预期的共同推动下，比特币挖矿算力规模显着提升。根据多家市场数据网站 (包括 Blockchain.com、CoinWarz 及 minerstat)，截至 2025 年 12 月 19 日，全球比特币挖矿算力规模约为 1,060 EH/s。需要指出的是，全球算力并不存在一个精确且统一的统计口径，即便矿企在其业绩披露中所报告的全球 EH/s 数据亦存在差异。近期披露的全球算力水平波动较大，12 月期间曾在约 835 EH/s 至 1,365 EH/s 之间波动，但从长期趋势来看，全球挖矿算力整体仍呈稳步上升态势。

	2020 年 12 月 1 日	复合年增 长率					
BTC 价格	\$ 18,803.00	\$ 57,229.83	\$ 16,967.13	\$ 38,688.75	\$ 97,279.79	\$ 86,321.57	35.6%
全球算力 (EH/s, 估算)	125	150	275	500	750	1,100	54.5%

比特币挖矿能力取决于矿企自身算力在全球总算力中的占比。例如，Cango 当前约占全球挖矿算力的不足 5%。若公司未能维持其在全球总算力 (exahash) 中的占比，其每日可挖出的比特币数量将相应减少。此外，当前的区块挖矿奖励为每个区块 3.125 枚比特币 (BTC)，而下一次区块奖励减半预计将于 2028 年上半年发生。减半后，区块奖励将降至 1.5625 BTC，这几乎必然会使缺乏低成本能源供应的矿企面临亏损。减半发生的具体时间在很大程度上取决于当前算力的持续运行情况以及新增挖矿算力的上线速度。市场普遍预期，在这一时间区间内，比特币价格将持续上行，从而在减半之后仍可支持具备成本优势的矿企继续开展盈利性挖矿活动。

比特币价格此前持续上行，市场亦普遍预期其中长期内仍将继续上涨；然而，自 2025 年 10 月以来出现的价格回调，使得比特币价格在 2025 年整体呈现横盘走势。当前，多数矿企在计入矿机折旧成本后，已处于或接近盈亏平衡以下水平，这也在一定程度上解释了前文所述 12 月期间全球算力 (exahash) 的大幅波动。在挖矿盈利能力下降的同时，AI 数据中心对电力的需求快速增长，而其对低成本、充足能源供应的要求与比特币挖矿高度相似。在上述因素共同作用下，行业正出现明显转向，即几乎所有矿企均在将电力资源配置至毛利率显着更高的 AI 数据中心项目。Cango 已讨论其向 HPC 业务布局的计划，但截至目前尚未披露任何已完成的相关交易。在此背景下，部分矿企选择暂时下线矿机或寻求出售设备；相关行为在一定程度上取决于市场需求情况，或将对未来一年内的全球算力规模产生影响。仅在 2025 年第四季度，比特币矿企已达成多项相关交易 (以下列举并非完整清单)：

- TeraWulf (纳斯达克: WULF)：与 Fluidstack 合作，在德克萨斯州为一座 240MW (关键负载 168MW) 的 HPC 数据中心定价，25 年期总价值约 95 亿美元。
- IREN Limited (纳斯达克: IREN)：在德克萨斯州其 750MW (关键负载 200MW) 数据中心，与 Microsoft (纳斯达克: MSFT) 签署 为期 5 年、总额 97 亿美元 的合作协议。
- Hut 8 Corp. (纳斯达克: HUT)：在路易斯安那州就一座 245MW 数据中心与 Fluidstack 签署 为期 15 年、总额 70 亿美元 的协议。
- CleanSpark (纳斯达克: CLSK)：在德克萨斯州收购 271 英亩土地 并 확보 285MW 的电力供应，用于建设 AI 数据中心。
- Bitfarms (纳斯达克: BITF)：在发行 5 亿美元、票息 1.375% 的可转换债券 融资后不久，宣布将其位于华盛顿州的一处 18MW 比特币挖矿设施 改造为 AI 数据中心。
- Bitdeer (纳斯达克: BTDR)：已开始 收购数据中心空间并部署 GPU。该举措尤为值得关注，因为公司既制造、销售并自用其 SEALMINER 比特币矿机，且目前按 EH/s 算力 计，已与 MARA Holdings (纳斯达克: MARA) 并列为 全球最大的比特币矿企。

风险因素

现金需求

由于在比特币挖矿业务中严格执行 HODL（长期持有）策略，公司并未从挖矿运营中产生现金性利润。Cango 目前依赖其与 Antalpha 签署的信贷额度所提供的可用现金来支持挖矿业务运营；同时，为推进其未来的“能源 + HPC”战略，公司可能需要在资本市场寻求额外融资。

能源 + HPC 不确定性

Cango 正在推进项目筛选，以扩展其“能源 + HPC”业务组合；相关项目预计将伴随相对较高的投入成本，并可能带来股权稀释风险。目前尚无法确定，公司所采用的面向 HPC 数据中心及电力生产的轻资产战略，能否实现管理层预期的回报，或在资本市场层面产生与同业所宣布的高资本开支（Tier 4）数据中心项目相当的正面反馈。

潜在稀释风险

若 Cango 的市值在 2028 年底前超过 18.25 亿美元，CANG 将需向 18 EH/s 挖矿产能交易的卖方发行 97,105,461 股 A 类普通股；基于当前发展规划，该情形具有较高发生可能性。此外，公司在推进“能源 + HPC”平台相关项目时，预计将需要相对较大规模的资本投入，相关资金或可能通过发行股票等方式筹集，从而带来进一步的股权稀释风险。

与 Bitmain 及 Antalpha 的关联风险

Cango 与 Bitmain 及 Antalpha 保持较为紧密的业务关联，而上述公司在部分政治语境下可能被解读为不符合美国利益。公司已明确否认其与中国政府存在任何关联，我们亦未发现相关证据；然而，这并不排除个别公众人物或相关方发表类似指控性言论的可能性，相关言论或对公司股价造成不利影响。

比特币价格波动风险

尽管比特币价格在历史上整体呈上升趋势，但并无任何保证其未来仍将持续上涨。此外，未来比特币价格仍可能出现进一步的剧烈波动。若价格出现持续性下行，公司可能需要动用现有现金或通过融资方式筹集资金，以覆盖其与 Antalpha 签署的信贷额度项下的本金偿付义务，尤其是在未能就贷款价值比（LTV）要求获得豁免的情况下。

比特币减半风险

2024 年 4 月，比特币区块挖矿奖励由每个区块 6.25 枚比特币减半至 3.125 枚。下一次区块奖励减半预计将于 2028 年 3 月发生；在其他条件不变的情况下，届时 CANG 的挖矿设备所产出的比特币数量将较当前水平减少一半。

监管风险

比特币、比特币挖矿以及作为一家美国上市公司持有并运营比特币相关业务，均受到广泛且差异较大的监管要求约束。相关监管框架在不同司法辖区之间存在显著差异，且可能随时间发生变化。公司需持续密切关注潜在的监管变动，以确保其挖矿业务能够在合规前提下尽可能维持盈利性运营。

算力增长需求风险

Cango 产生比特币的能力取决于其自身所拥有的算力规模以及全球已部署的算力水平。若公司未能在算力扩张方面持续跟上全球算力增长速度，其挖矿产出将随时间推移而下降。

对第三方的依赖风险

除位于美国佐治亚州的挖矿设施外，Cango 的大部分挖矿设备依赖第三方提供托管服务。此外，公司亦通过第三方矿池运营商按其算力占比获取比特币奖励。若上述任何第三方发生运营中断或服务异常，均可能对公司未来经营业绩造成重大不利影响。

电力依赖风险

公司挖矿业务的盈利能力依赖于能够以具有吸引力的价格获得稳定、充足的电力供应。若电价上升，或相关政府出台限制加密货币挖矿用电的法律法规，Cango 的挖矿设备可能被迫下线，并需要迁移至对矿企更为友好的地区。

预计利润表

(单位: 千美元)

	Q1:25A	Q2:25A	Q3:25A	Q4:25e	2025e	Q1:26e	Q2:26e	Q3:26e	Q4:26e	2026e	Q1:27e	Q2:27e	Q3:27e	Q4:27e	2027e
比特币产量	1,541.0	1,404.5	1,930.8	1,791.0	6,667.30	1,728.8	1,671.7	1,616.5	1,545.6	6,562.5	1,493.9	1,444.6	1,396.9	1,335.6	5,671.0
持有比特币总量	2,474.8	3,879.2	5,810.0	7,601.0	7,601.00	9,329.8	11,001.5	12,617.9	14,163.5	14,163.5	15,657.5	17,102.1	18,498.9	19,834.6	19,834.6
比特币挖矿收入	146,053	138,115	220,863	164,772	669,803	167,004	169,557	172,156	172,840	681,556	175,417	178,099	180,829	181,548	715,893
托管服务收入	-	-	492	3,075	3,567	3,075	3,075	-	-	6,150	-	-	-	-	-
汽车贸易收入	10	1,726	3,281	3,314	8,331	3,347	3,380	3,414	3,448	13,590	3,483	3,518	3,553	3,588	14,142
营业收入合计	146,063	139,841	224,636	171,161	681,701	173,426	176,012	175,570	176,288	701,296	178,900	181,617	184,382	185,136	730,035
营业成本	110,386	116,826	159,384	150,908	537,504	145,747	143,778	134,167	130,851	554,542	129,008	127,238	125,497	122,396	504,139
与营业收入相关的成本	-	-	3,189	3,214	6,403	3,247	3,279	3,312	3,345	13,182	3,378	3,412	3,446	3,481	13,718
折旧与摊销	21,629	21,832	35,356	33,800	112,617	37,133	37,133	37,133	37,133	148,533	37,133	37,133	37,133	37,133	148,533
一般及行政费用	10,141	3,026	5,994	6,174	25,335	6,359	6,550	6,746	6,949	26,604	7,157	7,372	7,593	7,821	29,943
信用损失准备	293	916	472	-	1,681	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
矿机减值损失	-	256,857	-	-	256,857	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
比特币抵押应收款的公允价值	27,215	(79,183)	(23,234)	153,495	78,293	(40,219)	(50,515)	(61,359)	(72,690)	(224,782)	(84,712)	(97,650)	(111,270)	(125,513)	(419,145)
营业利润	(23,601)	(180,433)	43,475	(176,430)	(336,989)	21,159	35,787	55,571	70,700	183,217	86,935	104,112	121,982	139,818	452,847
利息收入	300	698	973	1,460	3,431	992	943	896	851	3,682	808	768	730	693	2,999
相关利息费用	(1,329)	(2,054)	(7,377)	(7,596)	(18,356)	(10,383)	(13,074)	(15,728)	(18,243)	(57,428)	(20,697)	(23,115)	(25,501)	(27,854)	(97,168)
外汇收益 (净额)	(28)	20	(123)	-	(131)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他收入	114	115	1,979	-	2,208	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他费用	-	(79)	(5)	-	(84)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
税前净利润	(24,544)	(181,733)	38,922	(182,567)	(349,922)	11,768	23,656	40,739	53,308	129,470	67,047	81,764	97,210	112,657	358,678
所得税费用	(437)	1,581	(1,602)	-	(458)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
持续经营净利润	(24,981)	(180,152)	37,320	(182,567)	(350,380)	11,768	23,656	40,739	53,308	129,470	67,047	81,764	97,210	112,657	358,678
终止经营净利润	(3,966)	(115,232)	-	-	(119,198)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
归属于 CANG 股东的净利润	(28,947)	(295,384)	37,320	(182,567)	(469,578)	11,768	23,656	40,739	53,308	129,470	67,047	81,764	97,210	112,657	358,678
基本每股收益 (持续经营)	(0.12)	(0.84)	0.11	(0.52)	(1.24)	0.03	0.07	0.11	0.15	0.37	0.19	0.23	0.27	0.32	1.01
基本加权平均在外股数	207,566	214,090	354,493	354,449	282,649	354,449	354,449	354,449	354,449	354,449	354,449	354,449	354,449	354,449	354,449
稀释后每股收益 (持续经营)	(0.12)	(0.84)	0.10	(0.52)	(1.21)	0.03	0.06	0.11	0.14	0.34	0.17	0.21	0.25	0.29	0.93
稀释后加权平均在外股数	207,566	214,090	383,939	354,449	290,011	384,967	385,338	385,647	385,909	385,465	386,134	386,328	386,498	386,648	386,402
调整后 EBITDA	1,906	99,126	80,126	(141,171)	39,987	59,284	73,863	93,600	108,684	335,432	124,877	142,013	159,845	177,644	604,379
Q1:25A	Q2:25A	Q3:25A	Q4:25e	2025e	Q1:26e	Q2:26e	Q3:26e	Q4:26e	2026e	Q1:27e	Q2:27e	Q3:27e	Q4:27e	2027e	
营业利润率	-16.2%	-129.0%	19.4%	-101.2%	-48.5%	14.1%	22.2%	33.5%	42.0%	28.0%	50.5%	59.2%	68.0%	77.4%	63.9%
调整后 EBITDA 利润率	1.3%	70.9%	35.7%	-80.6%	6.3%	36.1%	43.8%	55.2%	63.5%	49.7%	71.7%	80.1%	88.6%	97.8%	84.7%
净利润率	-19.8%	-211.2%	16.6%	-100.3%	-66.8%	14.6%	22.7%	34.0%	42.5%	28.5%	50.9%	46.9%	54.6%	62.7%	53.8%

资料来源: CANG 向美国证券交易委员会 (SEC) 提交的文件及 Greenridge Global 估算

关键模型假设

我们的模型仅纳入 Cango 当前已开展的业务运营，包括 50 EH/s 的比特币挖矿算力以及位于美国佐治亚州的 50MW 数据中心设施。除已完成的 6 EH/s 设备升级外，我们假设公司不会在扩张或进一步升级挖矿算力方面投入额外资本，且现有 50 EH/s 算力将维持运行直至 2028 年的下一次比特币减半事件。我们预计比特币价格将在 2027 年底升至约 135,000 美元。该价格水平不应被视为正式预测，而是作为对 Cango 现有业务进行估值时所采用的相对审慎假设。如前文所述，若比特币价格在减半后未能上涨并维持稳定，几乎所有挖矿活动都将难以为继，因此比特币价格不出现上行的可能性较低。模型同时假设全球已部署算力规模每年增长约 20%。但需指出的是，该增速假设可能偏高，因为部分在 2025 年扩张算力的矿企目前正将资源重新配置至 HPC 相关业务，而非继续增加挖矿算力。此外，我们假设公司将逐步实现挖矿托管及运维的内部化，并将佐治亚州设施中的 20MW 容量逐步转用于自有挖矿，以尽量维持单位比特币的挖矿成本水平。我们预计公司所有挖矿运营资金仍将主要来源于其与 Antalpha 的信贷额度安排。鉴于公司正在推进的两项试点能源发电项目尚未披露具体条款及财务细节，我们的模型中未纳入上述项目可能带来的任何影响。

估值分析

我们对 Cango Inc. 启动首次研究覆盖，给予 买入评级，目标价 4.00 美元。我们认为，鉴于公司在比特币挖矿领域的 市场领先地位 以及其以 轻资产模式 进入 高性能计算 (HPC) 市场 的战略布局，当前市场对该公司的定价存在明显偏差，且其价值尚未被充分关注。公司所持有的挖矿设备规模使其跻身 全球最大比特币矿企之列，同时持有 超过 6 亿美元的比特币资产，近期亦取得其 首个基础设施设施，并正在推进 两项能源发电项目。此外，公司具备 充足的现金与股权资源，以支持其战略性扩张。我们预计，管理层将在未来数月内进一步披露其扩张计划的更多细节，并在适当情况下推动公司估值的重新定价。我们的目标价基于以下两种估值方法的平均值：一是采用 企业价值/调整后 EBITDA (EV/aEBITDA) 7 倍，对应我们对公司 2026 年调整后 EBITDA 为 3.354 亿美元 的预测；二是采用 市盈率 (P/E) 15 倍，对应我们对 2026 年摊薄后每股收益 (EPS) 为 0.34 美元 的预测。上述估值倍数均 低于行业可比公司水平。

历史利润表

2024 年 11 月之前的所有财务报表 均主要反映公司当时已剥离的 汽车业务，因此 与公司当前业务不具备相关性。自 2025 年第一季度 (Q1:25) 起，财务报表中将原有业务列示为终止经营 (Discontinued Operations)；并自 2025 年第三季度 (Q3:25) 起，公司 所有财务数据将仅以美元 (USD) 披露，且 完全反映其当前的业务模式。

历史资产负债表

(in 000s of USD)	Q4:24A	Q1:25	Q2:25	Q3:25A
现金	\$ 90,431	\$ 346,674	\$ 117,793	\$ 44,898
加密货币	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 42
受限制现金	\$ -	\$ 1,545	\$ -	\$ -
短期投资	\$ 40,052	\$ 715	\$ -	\$ -
应收账款	\$ 1,646	\$ 2,178	\$ 2,193	\$ 2,903
融资租赁应收款—流动	\$ -	\$ 2,664	\$ -	\$ -
融资应收款	\$ -	\$ 513	\$ -	\$ -
短期合同资产	\$ -	\$ 2,737	\$ -	\$ -
预付款项及其他流动资产	\$ 26,966	\$ 49,887	\$ 416,733	\$ 127,266
预付款项及其他流动相关资产	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 114,185
比特币抵押相关应收款—流动	\$ 84,537	\$ 201,834	\$ 226,173	\$ -
终止经营的流动资产	\$ 230,113	\$ -	\$ -	\$ -
流动资产合计	\$ 473,745	\$ 608,747	\$ 762,892	\$ 289,294
受限制现金—长期	\$ -	\$ 22,316	\$ -	\$ -
长期投资	\$ -	\$ 55,121	\$ -	\$ -
挖矿设备 (净额)	\$ 242,807	\$ 223,188	\$ 357,169	\$ 365,676
固定资产 (净额)	\$ 65	\$ 855	\$ -	\$ 19,198
无形资产 (净额)	\$ -	\$ 6,513	\$ -	\$ 298
长期合同资产 (净额)	\$ -	\$ 48	\$ -	\$ -
融资租赁应收款—长期	\$ -	\$ 503	\$ -	\$ -
递延所得税资产	\$ -	\$ -	\$ 2,269	\$ 624
经营租赁使用权资产 (净额)	\$ 184	\$ 5,345	\$ -	\$ 2,250
比特币抵押相关应收款—长期	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 660,045
其他非流动资产 (净额)	\$ 44,621	\$ 49,577	\$ -	\$ -
终止经营的长期资产	\$ 56,357	\$ -	\$ -	\$ -
资产总计	\$ 817,779	\$ 972,213	\$ 1,122,330	\$ 1,337,385
短期债务相关	\$ 17,068	\$ 108,919	\$ 225,204	\$ -
应计费用及其他流动负债	\$ 170,991	\$ 275,606	\$ 163,766	\$ 155,877
应计费用及其他负债相关	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3,239
递延担保收入	\$ -	\$ 1,099	\$ -	\$ -
或有风险保障负债	\$ -	\$ 2,891	\$ -	\$ -
应付所得税	\$ 48,610	\$ 43,306	\$ 82,374	\$ 82,332
短期租赁负债	\$ 180	\$ 1,053	\$ -	\$ 494
终止经营的流动负债	\$ 20,517	\$ -	\$ -	\$ -
流动负债合计	\$ 257,366	\$ 432,874	\$ 471,344	\$ 241,942
长期债务相关	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 405,133
递延所得税负债	\$ -	\$ 1,478	\$ -	\$ -
长期经营租赁负债	\$ -	\$ 4,929	\$ -	\$ 1,854
其他非流动负债	\$ -	\$ 2	\$ -	\$ -
终止经营的长期负债	\$ 6,547	\$ -	\$ -	\$ -
负债合计	\$ 263,913	\$ 439,283	\$ 471,344	\$ 648,929
普通股	\$ 30	\$ 27	\$ 44	\$ 44
库藏股	\$(111,567)	\$(103,931)	\$(110,456)	\$(110,006)
资本公积	\$ 728,565	\$ 654,555	\$ 1,142,550	\$ 1,142,250
累计其他综合收益	\$ (49,575)	\$ 15,788	\$ -	\$ -
累计亏损	\$ (13,585)	\$ (33,509)	\$ (381,152)	\$ (343,832)
股东权益合计	\$ 553,868	\$ 532,930	\$ 650,986	\$ 688,456
负债及股东权益合计	\$ 817,781	\$ 972,213	\$ 1,122,330	\$ 1,337,385

历史现金流量表

(单位: 千美元)	Q2:25A
持续经营业务净利润	\$ (205,098)
比特币挖矿收入	\$ (282,270)
比特币抵押品的公允价值变动	\$ (51,715)
折旧	\$ 43,201
使用权资产摊销	\$ 65
股份支付费用	\$ 3,698
挖矿设备减值损失	\$ 256,857
信用损失准备	\$ 1,209
固定资产处置损失	\$ 58
未实现外汇损失	\$ 8
递延所得税收益	\$ (2,269)
其他流动及非流动资产	\$ (12,722)
短期及长期经营租赁负债	\$ 19
其他流动及非流动负债	\$ 236,243
来自持续经营活动的现金流	\$ (12,716)
来自终止经营活动的现金流	\$ (14,408)
经营活动产生的现金流量	\$ (27,123)
短期投资赎回	\$ 40,075
短期投资购置	\$ -
挖矿设备购置	\$ (36,292)
出售终止经营业务 (扣除现金)	\$ 149,530
来自持续经营投资活动的现金流	\$ 153,313
来自终止经营投资活动的现金流	\$ (54,180)
投资活动产生的现金流量	\$ 99,132
回购库藏股	\$ -
股票期权行权所得	\$ 69
偿还借款	\$ (174,347)
来自持续经营融资活动的现金流	\$ (174,277)
来自终止经营融资活动的现金流	\$ -
融资活动产生的现金流量	\$ (174,277)
汇率变动影响	\$ 2,524
现金变动额	\$ (99,745)
期初现金余额	\$ 217,537
期末现金余额	\$ 117,793
终止经营业务现金	\$ -
持续经营业务期末现金	\$ 117,793

2024 年 11 月之前的所有财务报表 均主要反映公司当时已剥离的 汽车业务, 因此与公司当前业务不具备相关性。自 2025 年第一季度 (Q1:25) 起, 财务报表中已将原有业务列示为终止经营 (Discontinued Operations); 并自 2025 年第三季度 (Q3:25) 起, 所有财务报表将仅以美元 (USD) 进行披露。

公司在剥离汽车业务后 仅发布了一份现金流量表, 该现金流量表 如上所示。

披露

评级分布

评级	数量	比例	过去12个月投行业务	
			数量	比例
买入	9	82%	0	0%
持有	1	9%	0	0%
卖出	0	0%	0	0%
N无评级	1	9%	0	0%

评级说明

- 买入:** 指我们认为当前被低估、预计在未来 12 个月内 可实现 15% 或以上总回报（包括 资本 增值 + 收益）的股票。
- 持有:** 指我们认为当前估值合理、预计在未来 12 个月内 可实现 正负 15% 以内总回报（包括 资本增值 + 收益）的股票。
- 卖出:** 指我们认为当前被高估、预计在未来 12 个月内 将产生 15% 或以上总负回报（包括 资本贬值 + 收益）的股票。
- 无评级:** 指由于 基本面变化或合规相关原因，其 投资评级和/或目标价被暂时撤销 的股票。

分析师认证

本人 William Gregozeski, CFA 特此声明，本研究报告中所表达的所有观点，真实、准确地反映了本人就相关证券及相关公司所持有的个人观点。本人同时声明，本人的任何薪酬 过去、现在或未来 均 未曾、亦不会直接或间接地 与本研究报告中所表达的具体投资建议或观点相关联。

其他披露

公司	披露项数
Cango Inc.	8
本报告中提及的其他上市公司	-

- Greenridge Global 为相关公司证券提供做市服务
- 分析师担任相关公司的 高管、董事或顾问委员会成员。
- 分析师或分析师家庭成员在相关公司证券中 持有财务利益，包括但不限于 多头头寸、空头头寸、权利、认股权证、期货或期权。
- Greenridge Global 或其关联方在 过去 12 个月内 曾 管理或共同管理 相关公司证券的公开发行业务。
- Greenridge Global 或其关联方在 过去 12 个月内 曾就 投资银行服务 自相关公司 收取报酬。
- Greenridge Global 预计在 未来三个月内 将自相关公司 收取或拟寻求投资银行服务相关报酬。
- Greenridge Global 或其关联方根据 《1934 年证券交易法》第 13(d) 条 的规定，实益持有相关公司 1% 或以上的普通股。
- 相关公司目前是，或在 过去 12 个月内曾为 Greenridge Global 的客户，Greenridge Global 曾向其 提供非投资银行类、与证券相关的服务，并 就该等服务收取报酬。
- Greenridge Global 的关联方 在 过去 2 个月内 曾就 非投资银行服务的产品或服务 自相关公司 收取报酬。

披露 (续)

其他披露

本报告由 Greenridge Global LLC 编制。Greenridge Global LLC 为一家 未注册的美国金融服务机构，在具备相应专业能力的基础上编制本报告，并相信本报告内容 公允且不具有误导性。本报告所依据的信息来源于我们认为 可靠的公开或第三方来源，但相关信息 未经过独立核实，因此 不对其准确性作出任何保证。本报告中所载的任何观点或估计，均反映了 截至报告出具日 我们基于现有信息所作出的 最佳判断，且 可能在不另行通知的情况下发生变更。Greenridge Global 将在适当情况下对其研究内容进行更新，但 相关监管规定可能限制 Greenridge Global 进行此类更新。本报告 仅供 Greenridge 的机构客户参考，仅用于 信息披露目的，不构成针对任何个人的 投资建议，亦不构成 购买或出售任何证券的要约、招揽或邀请，且 未考虑任何特定客户的投资目标、财务状况或个别需求。本报告所述证券 可能不符合所有司法管辖区的购买资格要求，亦 未必适合所有投资者。每位投资者均应结合自身具体情况，独立判断本报告中涉及的任何证券信息是否适合自身需求，并在必要时 寻求包括税务建议在内的专业意见。如有需要，可 按要求提供进一步及补充性信息。

评级历史



Greenridge Global 的研究报告以 电子形式进行分发并向客户提供，在部分情况下亦会以 纸质形式 提供。电子版研究报告将同时向所有客户开放。未经 Greenridge Global LLC 事先书面同意，不得以任何形式对本报告或其中任何部分进行转载、出售或再分发。如需了解 如何加入 Greenridge 的研究报告分发名单，请联系：

William Gregozeski, CFA
+1 414 435 1110
wgregozeski@greenridgeglobal.com

Greenridge Global LLC
104 E. Locust St
Columbia, IL 62236 USA
www.greenridgeglobal.com

