

2026年06月07日

智谱 (02513.HK)

投资评级：买入（首次）

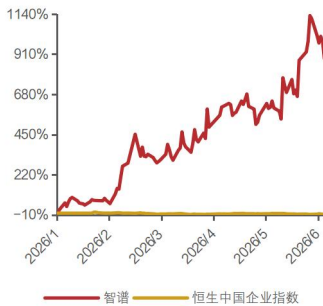
——在 AGI 的无人区“登月”

证券分析师

宁柯瑜
SAC: S1350525020001
ningkeyu@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年06月05日

| | |
|---------------|-----------------|
| 收盘价 (港元) | 1,297.00 |
| 一年内最高/最低 (港元) | 1,993.00/116.10 |
| 总市值 (百万港元) | 578,258.49 |
| 流通市值 (百万港元) | 287,045.04 |
| 资产负债率 (%) | 267.10 |

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **以 AGI 为终局理想。**智谱，2019 年成立，是中国领先的开源通用大模型公司。以“让机器像人一样思考”为战略目标，追求 AGI（通用人工智能）。始终坚持的自研架构、重构计算机底层的 X-Lab、明示“终极”品牌的 Z.ai，都是对追求 AGI 的不同表达。目前，智谱站在 AGI 创新的前沿，朝着自我认知和意识智能阶段前进。
- **智能上界是护城河。**大模型护城河的本质是认知深度的重塑，而非单纯的算力堆砌。高阶智能是当下的稀缺资源，谁掌握了智能的上界，谁就掌握了认知智能的核心定价权。同时，Token 消耗量是技术转化为真实生产力的直接指标之一，Token 的消耗规模代表了大模型在实际应用中的渗透率和使用频次。Token 的消耗规模决定商业价值。因此，AGI 商业价值=智能上界*Token 消耗规模。
- **转型 MaaS 商业模式。**智谱的商业模式早期偏重政企客户本地化部署，目前正经历战略重心倾斜，专注于商业、生产和编码等生产力场景。智谱模型能力的代际领先体现了物理第一性。通过 GLM 系列模型的高频迭代，登顶全球开源第一，大幅提升了模型智能。智谱通过云端部署 MaaS（Model as a Service，模型即服务），为科技、互联网、金融服务等行业机构客户提供标准化模型能力，实现更优的运营效率与规模经济。
- **卡位大语言模型景气周期。**据弗若斯特沙利文与中国信通院，2024 年中国大语言模型市场规模为 53 亿元，预计至 2030 年将跃升至 1011 亿元。企业级场景为增长主力，2024 年机构客户贡献 47 亿元，2030 年中国企业级大语言模型市场规模预计达 904 亿元。届时，AI 预计将赋能全球 20% 的商业决策、80% 的智能设备，创造逾 20 万亿美元经济价值。智谱编程套餐在 2 月份开启涨价，体现大语言模型景气周期的核心卡位。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 36/102/206 亿元，同比增速分别为 400%/180%/103%。我们选取 Minimax、云从科技、云天励飞、Palantir 四家公司的平均值作为 PS 估值系数。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。市场竞争加剧；地缘政治风险；算力供给风险；跨市场选择可比公司的风险。**

盈利预测与估值（人民币）

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 312.41 | 724.33 | 3625.00 | 10160.00 | 20600.00 |
| 同比增长率（%） | 150.86% | 131.85% | 400.46% | 180.28% | 102.76% |
| 归母净利润（百万元） | -2956.49 | -4698.20 | -3747.16 | -3244.67 | -1248.00 |
| 同比增长率（%） | -275.21% | -58.91% | 20.24% | 13.41% | 61.54% |
| 每股收益（元/股） | -87.20 | -12.03 | -8.40 | -7.28 | -2.80 |
| ROE（%） | 74.72% | 58.06% | 50.44% | 30.38% | 10.46% |
| 市盈率（P/E） | | | -141.97 | -163.96 | -426.28 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

智谱是中国领先的通用大模型公司，以智能上界为护城河，转型 MaaS 商业模式。随着大模型市场景气度的提升，智谱有望通过高阶智能卡位，享受智能溢价红利和 MaaS 规模效应。我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 36/102/206 亿元，同比增速分别为 400%/180%/103%。我们选取 Minimax、云从科技、云天励飞、Palantir 四家公司的平均值作为 PS 估值系数。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

收入预测：

(1) 本地化：客户侧的数据主权需求，以及公司的国产化适配能力有望带动本地化部署快速增长。预计公司本地化 26-28 年收入增速为 111%、92%、67%。

(2) 云端：大模型在编程场景已经“解锁”，预计优质的编程 Token 供不应求，全球供应敞口持续扩大。预计公司云端 26-28 年收入增速为 1213%、220%、113%。

毛利率：

公司云端收入占比提升，客户对高阶智能效果有高付费意愿。同时，模型压缩、量化与软硬协同优化，降低单 Token 推理成本，毛利率有望稳步提升。预计 26-28 年毛利率分别约为 41%、43%、47%。

投资逻辑要点

坚定追求 AGI 的智能上界护城河。公司由清华系团队于 2019 年创立，以“让机器像人一样思考”为战略目标，所有资源分配与技术路线均围绕 AGI 终局展开。通过 GLM 系列模型的高频迭代，智谱已登顶全球开源第一，构建起以智能上界为核心的认知深度护城河。

高阶智能卡位景气周期。公司早期依赖政企客户本地化部署，当前战略重心已向云端 MaaS 倾斜，模型能力代际领先，运营杠杆与规模经济效应显著提升。据弗若斯特沙利文与中国信通院，中国大语言模型市场规模 2024 年为 53 亿元，预计 2030 年将跃升至 1011 亿元，企业级场景贡献核心增量。智谱编程套餐在 2 月开启涨价，是景气周期的核心卡位标的。

核心风险提示

- 1、市场竞争加剧的风险。
- 2、地缘政治风险。
- 3、算力供给风险。
- 4、跨市场选择可比公司的风险。

内容目录

| | |
|----------------------|----|
| 1. 技术信仰：追求 AGI..... | 5 |
| 2. 护城河：智能上界..... | 6 |
| 3. 商业模式：转型 MaaS..... | 7 |
| 4. 卡位：大语言模型景气周期..... | 8 |
| 5. 盈利预测与评级..... | 10 |
| 6. 风险提示..... | 11 |

图表目录

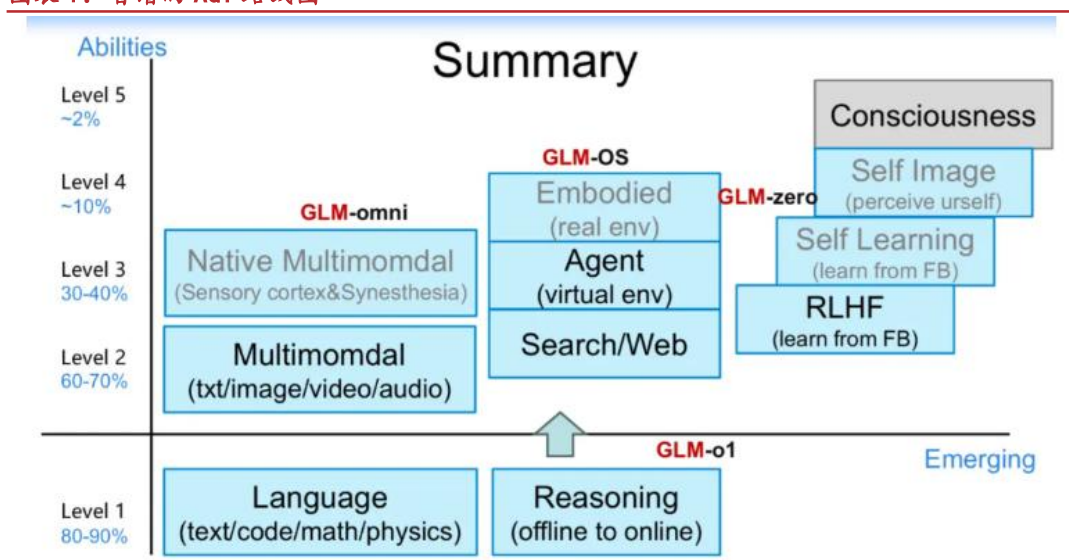
| | |
|----------------------------------|----|
| 图表 1: 智谱的 AGI 路线图 | 5 |
| 图表 2: GLM 工作架构 | 6 |
| 图表 3: GLM 预训练的核心流程与注意力掩码设计 | 6 |
| 图表 4: 大模型的能力边界示意图 | 7 |
| 图表 5: 智谱的大模型矩阵 | 7 |
| 图表 6: MaaS 商业模式 | 8 |
| 图表 7: 智谱和昇腾的国产算力适配 | 8 |
| 图表 8: 中国人工智能市场规模 | 9 |
| 图表 9: 中国语言大模型市场规模 | 9 |
| 图表 10: 中国企业级大模型市场规模 | 9 |
| 图表 11: 智谱编程套餐涨价 | 9 |
| 图表 12: 可比公司估值表 | 11 |

1. 技术信仰：追求 AGI

智谱，2019 年成立，是中国领先的开源通用大模型公司。以“让机器像人一样思考”为战略目标，追求 AGI（通用人工智能）。始终坚持的自研架构、重构计算机底层的 X-Lab、明示“终极”品牌的 Z.ai，都是对追求 AGI 的不同表达。

智谱的创始人唐杰在 KEG（清华大学计算机系知识工程实验室）的《ChatGLM：从千亿模型到 ChatGPT 的一点思考》演讲中，曾提出清晰的 AGI 演进路径，“1 年对齐 OpenAI，3 年研究创新，5 年人与 AI 的协同，10 年实现 AGI”。目前，智谱站在 AGI 创新的前沿，朝着自我认知和意识智能阶段前进。

图表 1：智谱的 AGI 路线图

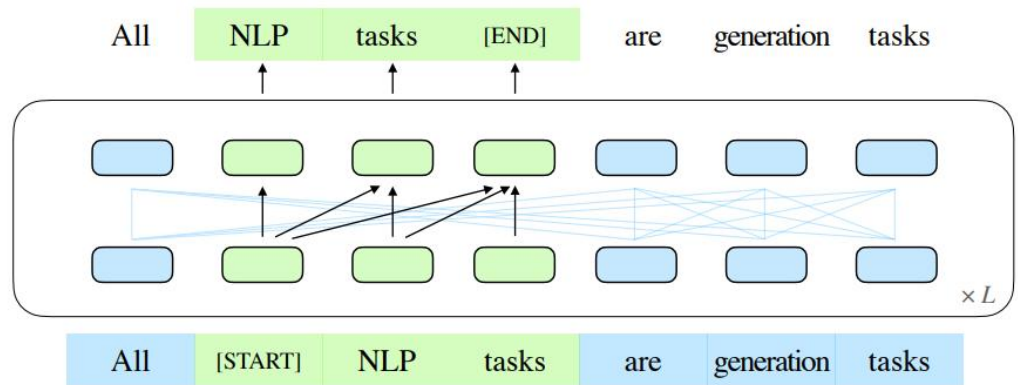


资料来源：机器之心，华源证券研究所

智谱坚持自主知识产权，采用创新的 GLM 预训练架构。GLM 以自回归空白填充为预训练目标，随机遮掩连续文本片段，然后以自回归方式逐词填充每个文本片段，在机制上兼具 BERT 的双向理解能力和 GPT 的自回归生成能力。

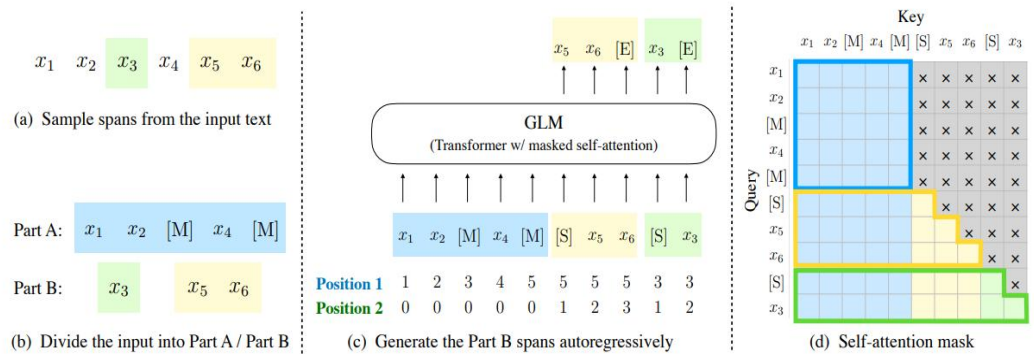
GLM 框架的本质是对上下文部分用双向注意力（理解），对被填充的文本片段部分用单向注意力（生成），同一套参数同时学到了两种能力。相对的，GLM 的训练复杂度也比标准 Transformer 更高，需要对层归一化顺序、残差连接等多处架构细节做特殊调整，才能在大规模训练中避免数值误差。

图表 2：GLM 工作架构



资料来源：Zhengxiao Du 等《GLM: General Language Model Pretraining with Autoregressive Blank Infilling》，华源证券研究所

图表 3：GLM 预训练的核心流程与注意力掩码设计



资料来源：Zhengxiao Du 等《GLM: General Language Model Pretraining with Autoregressive Blank Infilling》，华源证券研究所

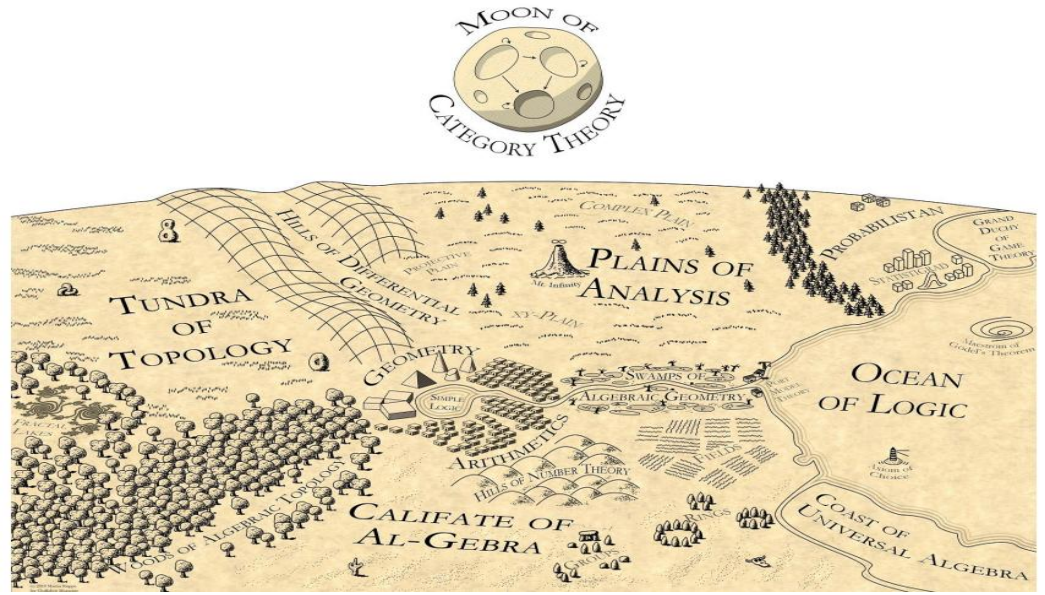
2. 护城河：智能上界

智谱认为，“突破智能上界”是当前时代的物理第一性。高阶智能是当下的稀缺资源，谁掌握了智能的上界，谁就掌握了认知智能的核心定价权。同时，Token（模型理解和生成文本的最小处理单元）消耗量是技术转化为真实生产力的直接指标之一，Token 的消耗规模代表了大模型在实际应用中的渗透率和使用频次。Token 的消耗规模决定商业价值。因此，AGI 商业价值=智能上界*Token 消耗规模。

大模型的护城河是智能上界。护城河的本质是认知深度的重塑，而非单纯的算力堆砌。

一方面，正是依托于对智能上界的突破，AI 才能够从单纯被动响应的“氛围开发”跨越到具备工业级可靠性的“智能体工程”。另一方面，模型能力领先，用户没有替代选项，公司就可以主动定价，而不是被市场定价。同时，开发者是智能上界的敏锐感知群体，当模型成为写代码的生产力工具，优质的口碑就会自然扩散。

图表 4：大模型的能力边界示意图



资料来源：Yang Yuan 《On the Power of Foundation Models》，华源证券研究所

3. 商业模式：转型 MaaS

智谱的大模型矩阵全面覆盖了语言、多模态、智能体和代码四大核心领域。在语言模型方面，包括旗舰基座模型以及专攻复杂推理的反思模型与沉思模型；多模态模型整合了图像生成、视觉理解、视频生成等能力；智能体模型实现了从被动响应到自主执行的跨越，代表产品有自主控制数字设备的 AutoGLM、‘边想边干’的 AutoGLM Ruminaton 和企业级智能体 CoCo。代码模型 CodeGeeX 专用于自动生成代码与提升编程效率。

图表 5：智谱的大模型矩阵



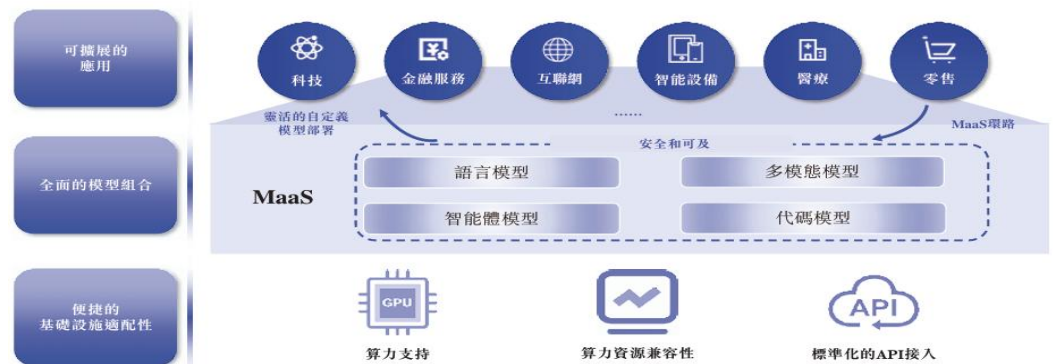
资料来源：公司公告，华源证券研究所

商业模式向 MaaS 平台转型。面对底层算力基础设施、终端设备和应用程序存在的较大异构性，MaaS (Model as a Service, 模型即服务) 平台提供了一种最适配、合理且可扩展的交付方式。通过提供开箱即用的模板、插件库以及模型微调等标准化工具，客户可以实现无代码或低代码的快速开发。同时，MaaS 有“增长放大器效应”，即利用机构客户的大规模应

用，间接但高效地触达并影响海量终端消费者，借助集体势能广泛覆盖 AI 能力，针对性优化下一代模型的训练策略。

智谱的商业模式早期偏重政企客户本地化部署，目前正经历战略重心倾斜，专注于商业、生产和编码等生产力场景。智谱模型能力的代际领先体现了物理第一性。通过 GLM 系列模型的高频迭代，登顶全球开源第一，大幅提升了模型智能。智谱通过云端部署 MaaS (Model as a Service, 模型即服务)，为科技、互联网、金融服务等行业机构客户提供标准化模型能力，实现更优的运营效率与规模经济。

图表 6: MaaS 商业模式



资料来源：公司公告，华源证券研究所

智谱坚持开源战略以汇聚开发者。同时，积极通过投资构建产业生态圈，发起了 Z 基金（智谱生态基金），投资了基流科技、无问芯穹、沐言智语等 AI 产业链公司，以扩大模型技术的触达面。此外，智谱推出了面向全球的 AI 模型体验平台 Z.ai，并在东南亚等沿线国家积极开拓海外市场。

图表 7: 智谱和昇腾的国产算力适配



资料来源：智谱微信公众号，华源证券研究所

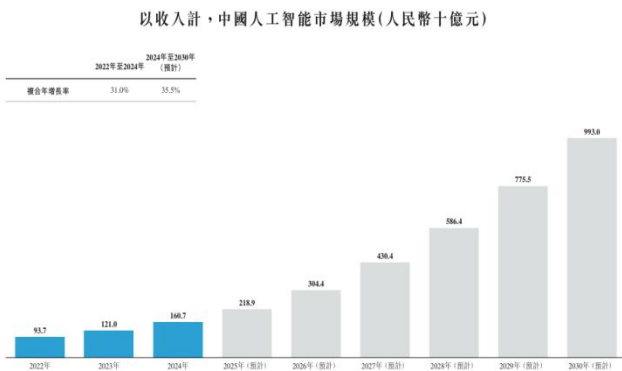
4. 卡位：大语言模型景气周期

大语言模型市场正迎来高速扩张。第四次工业革命以物理、数字与生物世界的融合为特征，变革速度、广度和深度远超前三次工业革命。人工智能作为核心驱动力，不仅赋能数字

技术、实现智能自动化、催生新业态，而且推动虚实融合。据弗若斯特沙利文和中国信通院，2024年，中国人工智能市场规模已达1607亿元人民币，预计到2030年将增至9930亿元人民币。大模型是核心细分领域，2024年中国大语言模型市场规模为53亿元人民币，预计到2030年将增加至1011亿元人民币，期间复合年增长率高达63.5%。预计至2030年，人工智能将赋能全球至少20%的日常商业决策，并为全球至少80%的消费者主流智能设备提供支持，创造逾20万亿美元AI影响的经济价值。

企业级场景是大模型市场增长的核心驱动力。据弗若斯特沙利文和中国信通院，在2024年53亿元的中国大语言模型市场规模中，机构客户贡献了47亿元，远超个人客户的6亿元，并预计到2030年中国企业级大语言模型市场规模将达到904亿元。在企业级市场的部署模式上，本地化部署目前占据主导地位，但云端部署展现出了更为强劲的发展势头，预计2024年至2030年的复合年增长率将高达69.4%，增速超越了整体企业级市场的平均水平(63.7%)。

图表 8：中国人工智能市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，中国信通院，华源证券研究所

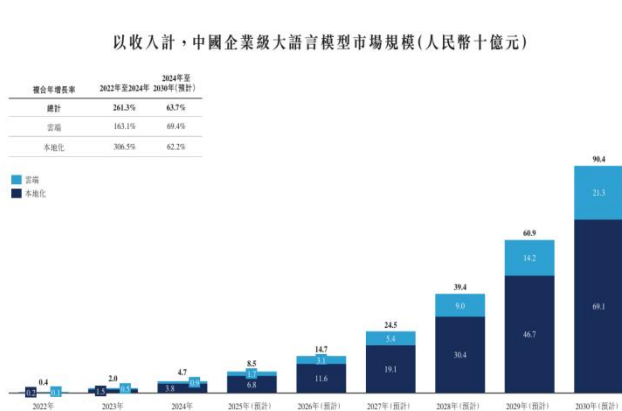
图表 9：中国语言大模型市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，中国信通院，华源证券研究所

智谱的编程套餐开启涨价。由于市场需求持续强劲增长，用户规模与调用量快速提升，2月份智谱的编程套餐价格整体涨幅30%起。我们认为，智谱编程套餐涨价，是智能体时代Token从“价格战”转向“供需定价”的重要案例。编程是程序员的生产工具，编程场景需求解锁后，拥有高质量模型的厂商将在定价权上占据核心卡位，也意味着大模型行业预计将从价格竞争加速迈入价值驱动的新阶段。

图表 10：中国企业级大模型市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，中国信通院，华源证券研究所

图表 11：智谱编程套餐涨价

GLM Coding Plan 价格调整函

尊敬的客户：
您好！

感谢您长期以来对智谱的支持。

近期，GLM Coding Plan 市场需求持续强劲增长，用户规模与调用量快速提升。为保障高负载下的稳定性与服务质量，我们同步加大算力与模型优化投入，产品能力持续升级。

基于实际使用情况与资源投入变化，我们决定对 GLM Coding Plan 套餐价格体系进行结构性调整。

调整内容如下：

- 取消首购优惠，保留按季按年订阅优惠
- 套餐价格进行结构性调整，整体涨幅自 30% 起
- 已订阅用户价格保持不变

生效时间：2026 年 2 月 12 日

资料来源：智谱微信公众号，华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

收入预测：

(1) 本地化：客户侧的数据主权需求，以及公司的国产化适配能力有望带动本地化部署快速增长。预计公司本地化 26-28 年收入增速为 111%、92%、67%。

(2) 云端：大模型在编程场景已经“解锁”，预计优质的编程 Token 供不应求，全球供应敞口持续扩大。预计公司云端 26-28 年收入增速为 1213%、220%、113%。

毛利率：

公司云端收入占比提升，客户对高阶智能效果有高付费意愿。同时，模型压缩、量化与软硬协同优化，降低单 Token 推理成本，毛利率有望稳步提升。预计 26-28 年毛利率分别约为 41%、43%、47%。

费用率：

MaaS 商业模式有规模效应。大模型由投放驱动进入价值驱动阶段，预计 26-28 年销售费率 16%、8%、5%；大模型研发投放重点由训练侧切换至推理侧，而推理侧成本反映在毛利率端，预计 26-28 年研发费率 127%、64%、42%；上市初期，组织扩容与股权激励增加投入，未来随着规模化效应释放，管理费用率预计将回落，预计 26-28 年管理费率 21%、10%、7%。

归母净利润：

大模型前期需要重资本投入，在跑马圈地阶段，研发投入强度持续升高。随着大模型成本转移到推理端，MaaS 的规模效应有望释放，预计公司将逐步实现减亏甚至扭亏。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为-37/-32/-12 亿元。

估值：

我们选取 A 股、港股、美股 AI 公司作为智谱的可比公司。1) 港股上市公司：Minimax (0100.HK)，国产大模型的直接对标公司。2) A 股上市公司：云从科技 (688327.SH)、云天励飞 (688343.SH)，两家公司均以企业和政府客户为重心，云从科技的从容大模型适配国产开源大模型，云天励飞致力于打造国产 Token 工厂。3) 美股上市公司：Palantir (PLTR.O)，AI 底座+深耕核心政企用户，与智谱均为“业务合伙人”而非“技术供应商”的差异化竞争路线。

我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 36/102/206 亿元，同比增速分别为 400%/180%/103%。国产大模型处于景气增长阶段，Minimax 作为直接对标公司，基于谨慎估值考虑，我们选取 Minimax、云从科技、云天励飞、Palantir 四家公司的平均值作为 PS 估值系数，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 12：可比公司估值表

| 股票代码 | 公司简称 | 货币类型 | 收盘价 (元) | 市值 (亿元) | PS (x) | | 收入 (亿元) | |
|-----------|----------|------|---------|---------|--------|-------|---------|-------|
| | | | | | 2026E | 2027E | 2026E | 2027E |
| PLTR.O | Palantir | USD | 135.5 | 3,249.1 | 43.6 | 32.8 | 74.5 | 99.0 |
| 0100.HK | Minimax | HKD | 553.0 | 1,734.4 | 97.0 | 36.1 | 17.9 | 48.1 |
| 688327.SH | 云从科技 | RMB | 12.6 | 130.8 | 18.4 | 12.6 | 7.1 | 10.4 |
| 688343.SH | 云天励飞 | RMB | 63.8 | 229.3 | 14.1 | 11.5 | 16.3 | 19.9 |
| 平均值 | | | | | 43.3 | 23.3 | | |

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，截至 2026.06.05

6. 风险提示

(1) 市场竞争加剧的风险。大模型赛道竞争日益激烈，智谱不仅面临着互联网大厂自研大模型的价格竞争，还要应对 DeepSeek 等新兴势力的效率比拼和市场冲击。同时，传统互联网巨头能够提供丰厚的薪资和股票补偿方案来吸引人才。如果智谱无法在竞争中保持优势地位，市场份额和整体盈利能力将受到不利影响。

(2) 地缘政治风险。近年来，国际关系的复杂性带来了新挑战及持续的不确定性，例如，美国的关税政策、霍尔木兹海峡冲突等。地缘政治导致若干国家及组织利用经济制裁、出口管制、投资限制及其他针对高科技解决方案的限制性措施，包括在人工智能行业采取措施。这些政策也给全球投资活动带来不确定性，增加合规成本，并限制在受影响行业运营的公司获取研发活动及运营所需的关键资源。

(3) 算力供给风险。模型的训练和推理需要海量的高性能计算资源。智谱目前尚未建立自有的 AI 数据中心，而是高度依赖第三方供应商提供算力硬件和云端算力服务。如果未来第三方算力供应商的服务出现中断、基础设施受到破坏，或者算力服务价格出现大幅上涨，都将直接导致智谱的运营成本激增。

(4) 跨市场选择可比公司的风险。我们选择的可比公司有 A 股、港股、美股上市公司，智谱是港股上市公司，可比性可能存在一定风险。

附录：财务预测摘要

| 损益表 | | | | | 资产负债表 | | | | |
|--------------|---------|---------|--------|--------|------------|---------|---------|---------|---------|
| 单位：人民币(百万) | | | | | 单位：人民币(百万) | | | | |
| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 营业收入 | 724 | 3,625 | 10,160 | 20,600 | 货币资金 | 2,255 | 3,732 | 2,170 | 3,007 |
| 增长率 | 131.9% | 400.5% | 180.3% | 102.8% | 应收款项 | 699 | 2,094 | 4,346 | 7,782 |
| 营业成本 | 428 | 2,154 | 5,772 | 10,970 | 存货 | 126 | 299 | 802 | 1,524 |
| %销售收入 | 59.0% | 59.4% | 56.8% | 53.3% | 其他流动资产 | 492 | 593 | 706 | 827 |
| 毛利 | 297 | 1,471 | 4,388 | 9,630 | 流动资产 | 3,571 | 6,718 | 8,024 | 13,140 |
| %销售收入 | 41.0% | 40.6% | 43.2% | 46.7% | 权益性投资 | 338 | 488 | 638 | 788 |
| 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 固定资产 | 187 | 534 | 760 | 906 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 无形资产 | 559 | 583 | 598 | 608 |
| 销售费用 | 391 | 586 | 762 | 991 | 非流动资产 | 1,282 | 1,803 | 2,194 | 2,500 |
| %销售收入 | 54.0% | 16.2% | 7.5% | 4.8% | 资产总计 | 4,854 | 8,521 | 10,217 | 15,640 |
| 管理费用 | 505 | 758 | 1,061 | 1,380 | 应付款项 | 297 | 957 | 2,565 | 4,876 |
| %销售收入 | 69.8% | 20.9% | 10.4% | 6.7% | 短期借款 | 605 | 905 | 1,205 | 1,505 |
| 研发费用 | 3,180 | 4,612 | 6,456 | 8,716 | 其他流动负债 | 11,504 | 13,067 | 15,121 | 17,193 |
| %销售收入 | 439.1% | 127.2% | 63.5% | 42.3% | 流动负债 | 12,406 | 14,929 | 18,891 | 23,573 |
| 财务费用 | 59 | -5 | 9 | 98 | 长期债务 | 85 | 585 | 1,585 | 3,585 |
| %销售收入 | 8.2% | -0.1% | 0.1% | 0.5% | 其他长期负债 | 474 | 474 | 474 | 474 |
| 息税前利润 (EBIT) | -4,659 | -4,436 | -3,828 | -1,378 | 非流动负债 | 559 | 1,059 | 2,059 | 4,059 |
| 少数股东损益 | -643.2% | -122.4% | -37.7% | -6.7% | 负债总计 | 12,965 | 15,987 | 20,950 | 27,632 |
| 投资收益 | 55 | 49 | 64 | 79 | 归属母公司股东权益 | -8,093 | -7,429 | -10,679 | -11,932 |
| %税前利润 | -1.2% | -1.1% | -1.7% | -5.3% | 少数股东权益 | -18 | -37 | -54 | -60 |
| 除税前利润 | -4,718 | -4,431 | -3,836 | -1,476 | 负债股东权益合计 | 4,854 | 8,521 | 10,217 | 15,640 |
| 利润率 | -651.4% | -122.2% | -37.8% | -7.2% | | | | | |
| 所得税 | 0 | -665 | -575 | -221 | | | | | |
| 所得税率 | 0.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | | | | | |
| 净利润(含少数股东损益) | -4,718 | -3,766 | -3,261 | -1,254 | | | | | |
| 少数股东损益 | -20 | -19 | -16 | -6 | | | | | |
| 归属于母公司的净利润 | -4,698 | -3,747 | -3,245 | -1,248 | | | | | |
| 增长率 | -58.9% | 20.2% | 13.4% | 61.5% | | | | | |
| 净利率 | -648.6% | -103.4% | -31.9% | -6.1% | | | | | |
| | | | | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | 比率分析 | | | | |
| 单位：人民币(百万) | | | | | 单位：人民币(百万) | | | | |
| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 归母净利润 | -4,698 | -3,747 | -3,245 | -1,248 | 每股指标 | | | | |
| 少数股东损益 | -20 | -19 | -16 | -6 | 每股收益 | -12.03 | -8.40 | -7.28 | -2.80 |
| 营运资金变动 | 704 | -348 | -105 | -797 | 每股净资产 | -200.90 | -16.66 | -23.95 | -26.76 |
| 其他变动 | 1,768 | 409 | 561 | 697 | 每股经营现金净流 | -55.76 | -8.31 | -6.29 | -3.04 |
| 经营活动现金流量净额 | -2,246 | -3,705 | -2,805 | -1,354 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本开支 | -23 | -800 | -801 | -802 | 回报率 | | | | |
| 投资 | -353 | 750 | 750 | 750 | 净资产收益率 | 58.06% | 50.44% | 30.38% | 10.46% |
| 其他 | 0 | 49 | 64 | 79 | 总资产收益率 | -96.79% | -43.97% | -31.76% | -7.98% |
| 投资活动现金流量净额 | -376 | -1 | 13 | 27 | 投入资本收益率 | 62.77% | 63.09% | 40.96% | 16.97% |
| 股权募资 | 0 | 4,416 | 0 | 0 | 增长率 | | | | |
| 债权募资 | 1,074 | 800 | 1,300 | 2,300 | 营业收入增长率 | 131.85% | 400.46% | 180.28% | 102.76% |
| 其他 | 1,540 | -28 | -64 | -130 | EBIT增长率 | -59.56% | 4.78% | 13.71% | 64.01% |
| 筹资活动现金流量净额 | 2,614 | 5,188 | 1,236 | 2,170 | 净利润增长率 | -58.91% | 20.24% | 13.41% | 61.54% |
| 现金净变动 | -13 | 1,477 | -1,562 | 837 | 总资产增长率 | 10.93% | 75.56% | 19.90% | 53.07% |
| | | | | | 资产管理能力 | | | | |
| | | | | | 应收账款周转天数 | 98.0 | 65.1 | 67.8 | 74.7 |
| | | | | | 存货周转天数 | 66.6 | 35.5 | 34.3 | 38.2 |
| | | | | | 应付账款周转天数 | 149.6 | 104.8 | 109.9 | 122.1 |
| | | | | | 固定资产周转天数 | 106.7 | 35.8 | 22.9 | 14.6 |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 流动比率 | 0.29 | 0.45 | 0.42 | 0.56 |
| | | | | | 速动比率 | 0.28 | 0.43 | 0.38 | 0.49 |
| | | | | | 净负债/股东权益 | 19.30% | 30.03% | -5.78% | -17.37% |
| | | | | | EBIT利息保障倍数 | -62.7 | -155.7 | -59.4 | -10.6 |
| | | | | | 资产负债率 | 267.10% | 187.62% | 205.04% | 176.67% |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，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授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。