

智谱（2513.HK）深度报告

技术基因打造SOTA模型，商业化飞轮加速

公司研究 · 海外公司深度报告

互联网 · 互联网 II

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：张昊晨

zhanghaochen1@guosen.com.cn

S0980525010001

联系人：侯睿

hourui3@guosen.com.cn

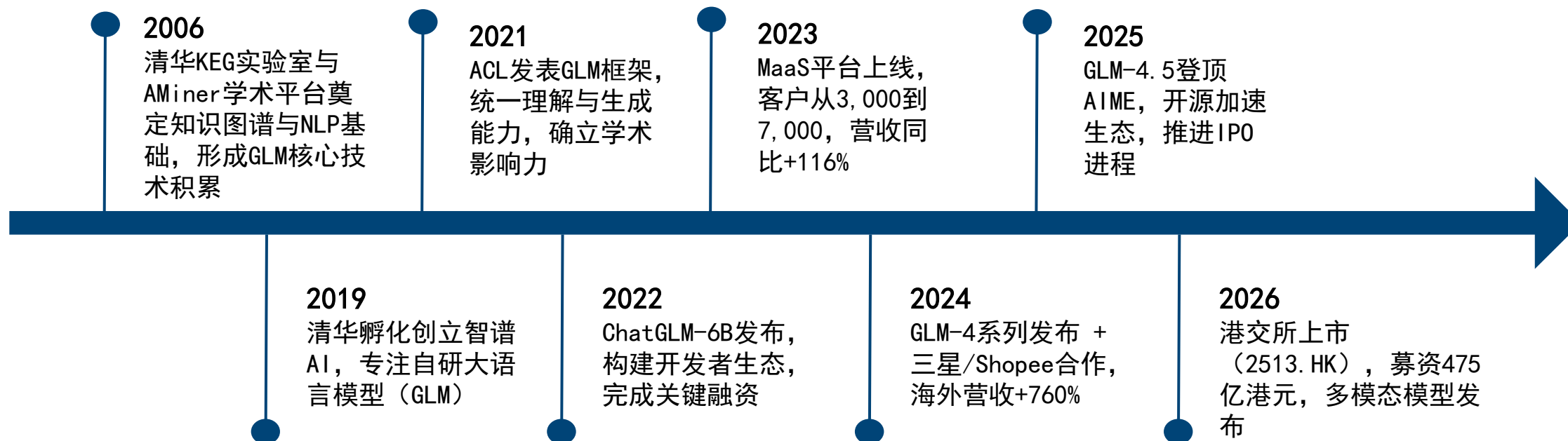
- **研发基因是智谱最大优势，拥有行业领先的人才密度。**智谱的技术根基来自清华KEG实验室与AMiner平台，核心管理与科研团队背景突出，主要成员来自清华大学等顶尖高校和科研机构，联合创始人唐杰是国际电气和电子工程师学会会士、国际计算机学会会士、国际人工智能促进协会会士、清华大学计算机系微众银行讲席教授、人工智能研究院基础模型研究中心主任，在学术领域拥有较强影响力。同时研发人员数量和投入规模都高于同行，公司研发人员达657人，占员工总数的74%，25年研发费用超过30亿元人民币，领先同业。
- **编程能力领先，构建数据飞轮。**智谱GLM系列大模型正沿着“代码能力增强—Agent化—长时任务—自主操作系统”这条路径演进，从GLM5开始确立了在编程领域的领先地位，且非常聚焦于模型Coding能力的提升。从数据、模型架构等维度都能体现出公司的人才优势，在形成领先后，随着越来越多优秀的程序员用户数据沉淀，公司在编程领域逐渐形成良好的数据飞轮效应，领先优势有望持续保持。
- **MaaS收入加速增长，Token持续涨价。**公司25年以前商业模式主要依靠私有化部署，云端部署的占比较低且毛利率不稳定，26年开始Coding和Agent场景的需求爆发，MaaS将逐渐成为主要收入来源，由于公司在模型和产品层面非常聚焦，主要通过API调用的模式实现自身商业模式闭环，今年以来随着模型单位Token产生的价值量提升，模型的价格也持续上涨，我们预计云端部署的毛利率也将持续改善。
- **投资建议：**我们持续看好公司的技术基因和模型能力领先，在大模型快速发展阶段主要关注收入增长趋势，考虑到国内外Agent场景爆发带来的需求加速，海外模型公司收入持续上调，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 31/86/204亿元，预计净利润为-52/-55/-41亿元，维持“优于大市”评级。

- [01] 公司概况：高人才密度、强科研基因
- [02] 模型能力：编程能力领先，构建数据飞轮
- [03] 商业模式：MaaS收入加速增长，Token持续涨价
- [04] 投资建议&风险提示

发展历程：从清华实验室到全球首个LLM上市公司

- 智谱的技术根基来自清华KEG实验室与AMiner平台。2019年公司成立后，2021年发表GLM论文奠定学术影响力，2022年ChatGLM-6B开源引爆开发者社区，2023年bigmodel.cn平台上线推动商业化加速，2024年GLM-4系列发布并落地三星、Shopee合作，2025年GLM-4.5在AIME等基准测试中跻身全球前列，2026年1月完成港股上市。

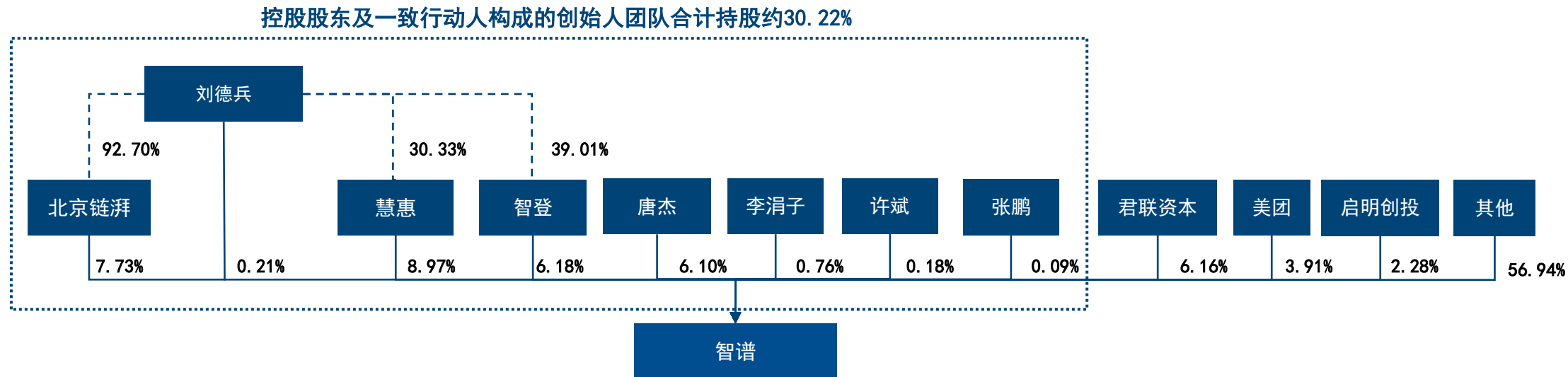
图：2006-2026时间轴



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- 控股股东及一致行动人构成的创始人团队合计持股约30.22%，形成稳定的第一大股东集团。2023年，公司北京链湃、刘德兵、唐杰、李涓子、许斌、张鹏、慧惠、智登等八方主体签署一致行动人协议，明确约定：在重大事项上共同行使股东权利；如出现分歧，最终决定权归刘德兵所有。刘德兵是北京链湃的执行事务合伙人，而且是主要控制人；同时作为慧惠及智登唯一GP，对这两个平台代表的15.15%公司股份享有100%投票控制权。
- 约16%的股份通过员工持股平台进行预留或分配，覆盖超过400名员工。慧惠及智登为智谱员工持股平台，分别持有8.97%、6.18%股份。慧惠拥有426名有限合伙人，智登拥有25名有限合伙人，均为智谱现有员工及顾问。在AI行业人才竞争高度激烈的背景下，该机制以真实股权激励替代单纯期权承诺，有效增强了核心研发团队的长期绑定与组织稳定性。

图：智谱股权架构（上市后）



资料来源：智谱招股书，国信证券经济研究所整理

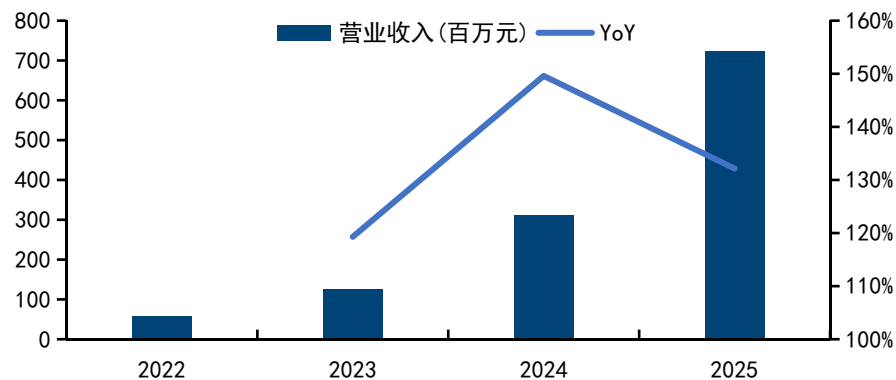
组织架构：高人才密度、强科研基因

图：高管信息

姓名	职务	性别	年龄	学历	履历
刘德兵	联合创始人、执行董事、董事长	男	49岁	博士（中国科学院计算技术研究所，计算机科学与技术）	2007.09-2012.12 任特艺（中国）科技有限公司北京研究所研究工程师；后任清华大学高级工程师。1999年获北京交通大学学士，2007年获中科院计算所博士。曾获中国人工智能学会科技进步一等奖（2013）、中国电子学会科技进步一等奖（2024）。负责公司战略规划、业务方向与整体管理。
唐杰	联合创始人	男	49岁	博士（清华大学计算机科学与技术）	清华大学知识工程实验室（KEG）团队首席科学家，AMiner创始人。2006年留在清华大学担任老师。2013年，受聘为安徽大学讲座教授。2019年，成为清华大学计算机系微众银行（WeBank）讲席教授。2020年11月，当选国际电气和电子工程师学会会士。2022年1月，当选国际计算机学会会士。2023年1月，当选国际人工智能促进协会会士；8月，基于唐杰团队的开源双语预训练模型，北京智谱华章科技有限公司推出了生成式AI助手“智谱清言”上线
张鹏	联合创始人、执行董事、CEO、总经理	男	46岁	博士（清华大学计算机科学与技术）	曾于2005.08-2020.12任职清华大学。2002获清华学士，2005获硕士，2025获博士。曾获王选新闻科学技术奖（2009）、中国电子学会科技进步一等奖（2024）、全国工业和信息化系统劳动模范（2025）。负责公司业务发展、研发及日常运营管理。
王绍兰	总裁	男	-	博士（清华大学创新领军工程）	海淀区政协委员。曾任清华大学数据科学研究院科技大数据研究中心副主任，NASDAQ 上市公司凹凸科技北京公司总经理。获得授权发明专利 15 项，美国发明专利 2 项；主导多项政府合作，包括中国科协人才平台，北京科委人才大数据平台，福州科技情报研究中心等。
张笑涵	执行董事（员工董事）	女	28岁	硕士（清华大学数据科学与信息技术）	2019获清华工程力学学士，2022获硕士。2021加入公司，2022起负责数据标注业务及“智谱清言”核心管理工作。
李涓子	联合创始人、非执行董事	女	61岁	博士（清华大学计算机科学与技术）	曾任山西大学讲师、清华大学讲师/副教授/教授。现任清华大学人工智能研究院知识智能中心主任等职。多项国家级科技奖获得者（含国家科技进步二等奖等），长期从事AI与知识计算研究。
肖磊	董事会秘书	男	37岁	硕士（中国政法大学民商法学）	2012年任中粮置地管理有限公司法务顾问，2014年在首泰金信（北京）股权投资基金管理股份有限公司历任法务部副总经理、总经理、董事会秘书、投行部总经理等，后曾任创新奇智财务与投资总监、联席公司秘书、董事会秘书、CFO、副总裁，2024年任上海黄豆网络科技有限公司副总裁，2025年加入智谱，现负责公司治理及融资运作。
许斌	-	男	48岁	博士（清华大学计算机科学与技术）	现任清华大学计算机系博士生导师，中国计算机学会理事、杰出会员、计算机应用专委会主任，中国青年科学家论坛执行主席，中国中文信息学会语言与知识计算专委会副秘书长，互联网教育智能技术及应用国家工程实验室的知识建模与分析实验室主任，IEEE基础教育知识图谱标准工作组主席，中国计算机学会第35届中国计算机应用大会主席；曾任清华大学全球创新学院副院长。

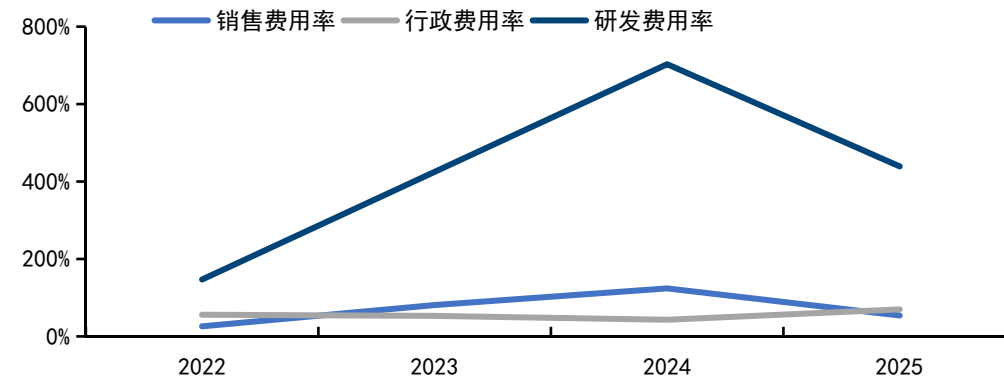
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：营业收入（百万元）



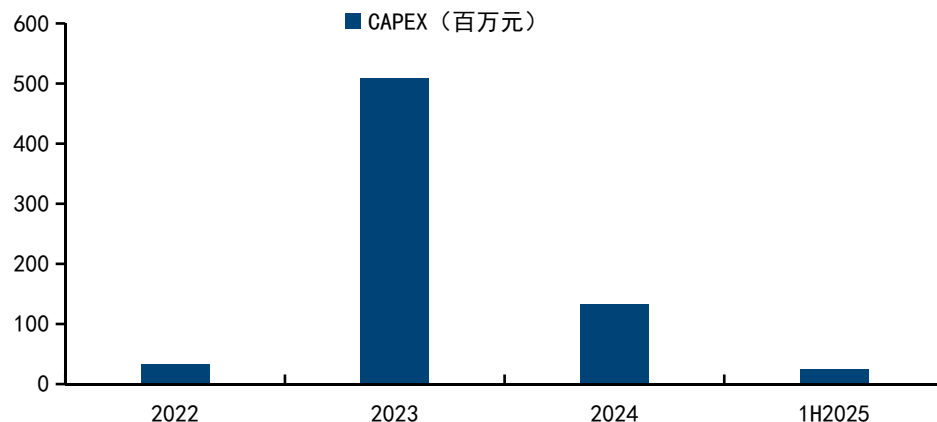
资料来源：智谱招股书，国信证券经济研究所整理

图：费用率



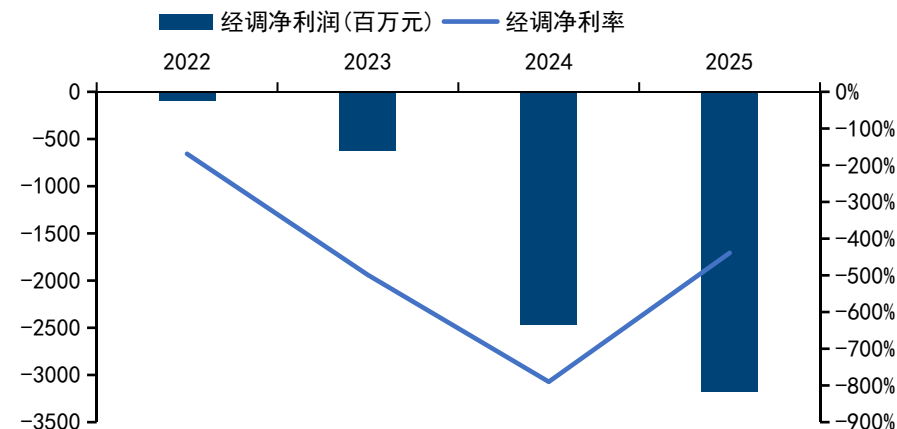
资料来源：智谱招股书，国信证券经济研究所整理

图：CAPEX（百万元）



资料来源：智谱招股书，国信证券经济研究所整理

图：经调净利润（百万元）及经调净利润率

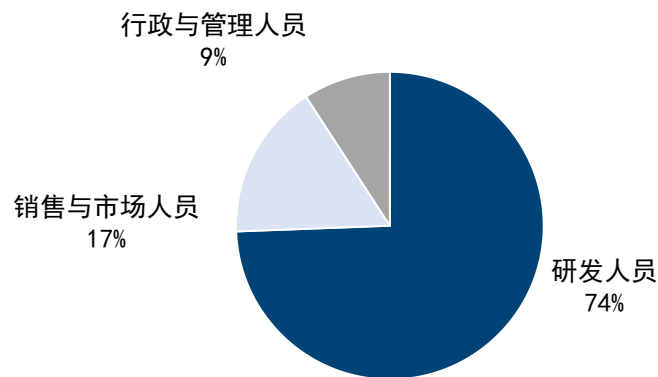


资料来源：智谱招股书，国信证券经济研究所整理

研发投入：投入规模快速增长，强度高于同行

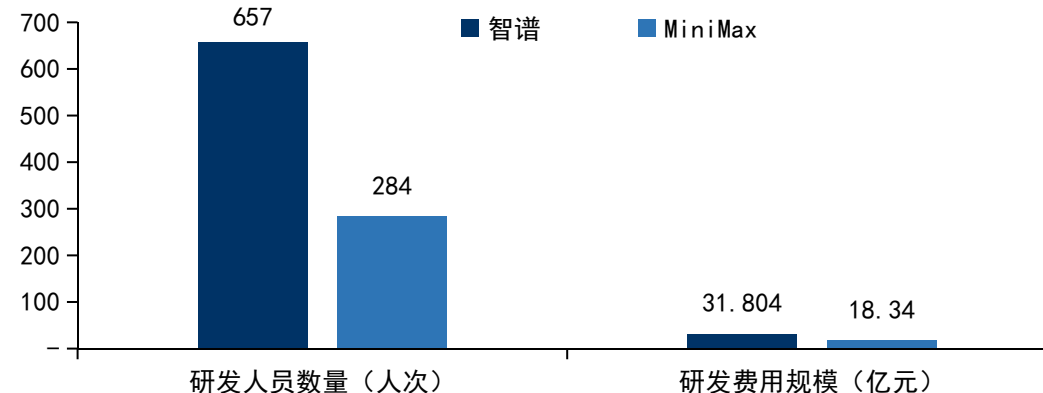
- 智谱的研发体系呈现出“高人才密度、强科研基因”的特征，研发人员数量和投入规模都高于同行。公司研发人员达657人，占员工总数的74%，研发团队在人员结构上高度集中，体现出公司对技术创新的核心依赖，研发人员数量和研发费用投入都高于Minimax。与此同时，智谱核心管理与科研团队背景突出，主要成员来自清华大学等顶尖高校和科研机构。联合创始人、董事长刘德兵博士长期深耕大语言模型、机器学习和数据挖掘领域，曾领导或参与三十余项重大科研项目；联合创始人兼首席执行官张鹏博士则是GLM模型系列和AMiner的核心贡献者；首席科学家张钹教授作为中国科学院院士，在基础人工智能理论与知识工程等方向具有深厚积累，为公司技术路线提供了强有力支撑。

图：智谱员工构成



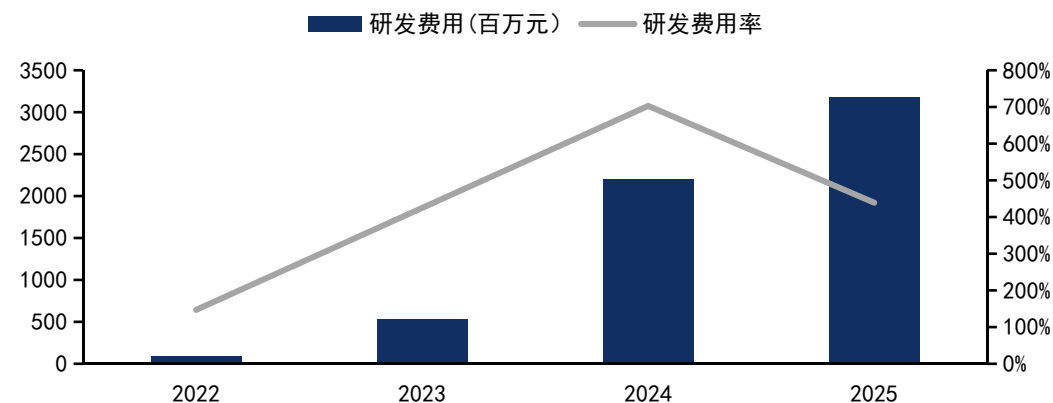
资料来源：智谱财报，国信证券经济研究所整理

图：智谱、MiniMax研发情况比较（研发人员数量智谱和minimax分别截止25H1和25年前三季度，研发费用为25年）



资料来源：智谱财报，MiniMax财报，国信证券经济研究所整理

图：智谱研发投入

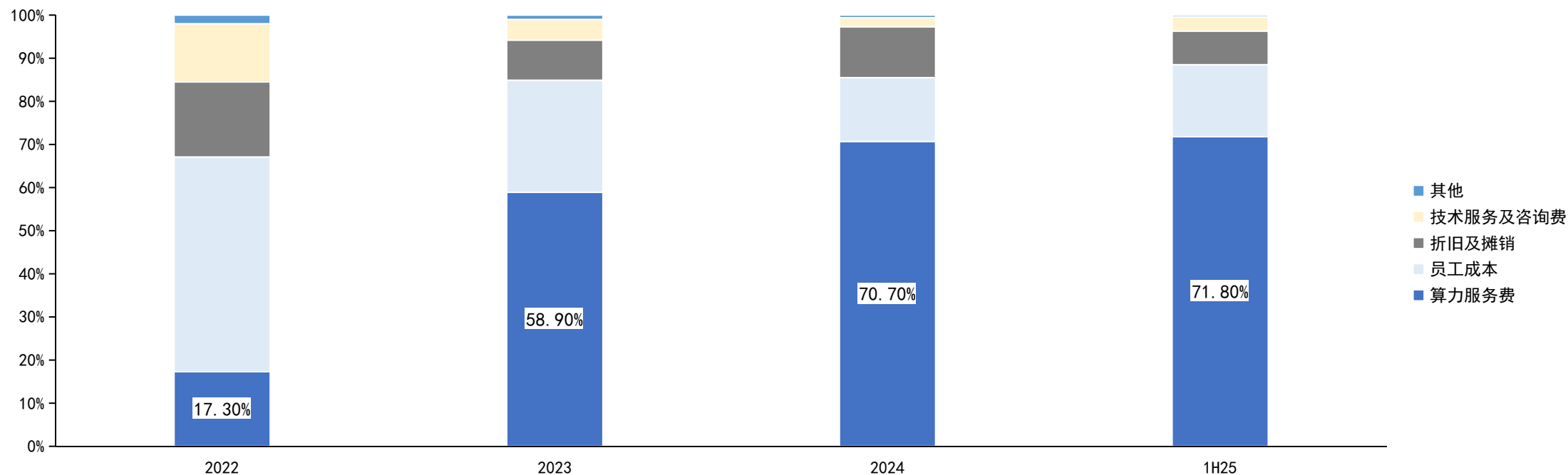


资料来源：智谱财报，国信证券经济研究所整理

研发情况：模型参数扩容拉动算力投入，推高整体研发支出

- 智谱研发费用的增长主要由算力投入驱动。从费用结构看，研发支出中约70%用于向第三方算力供应商支付训练所需的算力服务费，15%至20%用于员工薪酬，约10%为折旧与摊销。这一结构说明，智谱当前研发投入的核心压力主要来自大模型训练和迭代所需的算力消耗，而非传统意义上的人员扩张或固定资产折旧。研发费用中算力服务费占比从2022年的17.3%快速提升至1H25的71.8%，已成为研发费用中最核心的组成部分。相比之下，员工成本、折旧摊销和技术服务及咨询费的相对占比有所下降，反映出智谱当前研发投入重点更多集中在大模型训练、迭代和实验所需的第三方算力资源上。

图：智谱研发费用构成

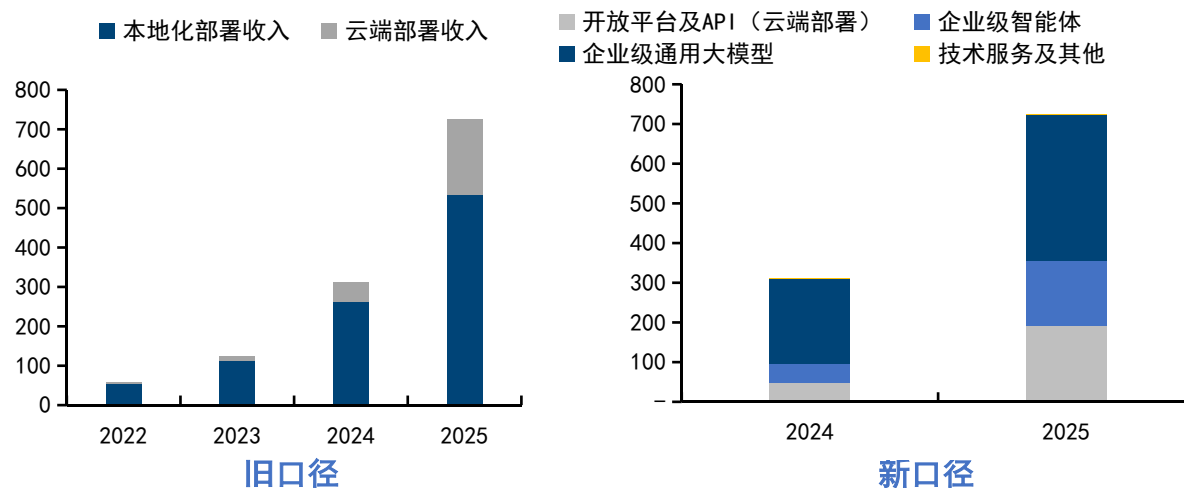


资料来源：智谱招股书，国信证券经济研究所整理

收入结构：本地化贡献主要收入，云端部署占比快速抬升

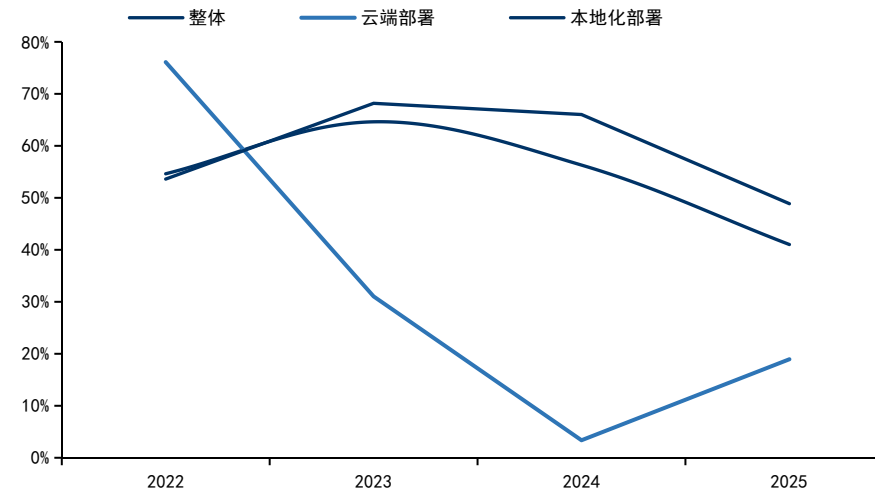
- 云端部署收入占比正在快速提升。本地化部署主要面向政企、金融及大型机构客户，以私有化大模型交付为核心形态，通常按项目制推进，涵盖模型部署、行业适配和系统集成等环节，单笔金额较大、交付确定性较强，毛利率也相对稳定。26年开始，伴随Agent爆发带来的云端部署增长明显加快。
- 25年竞争加剧导致云端业务毛利率大幅下降，26年开启提价周期，预计毛利率将持续改善。2022至2024年，公司以本地化部署为主要商业模式，毛利率相对稳定；但25年伴随DeepSeekR1推出引发了Token价格的竞争加剧，毛利率快速下降，进入26年，Agent和Coding场景的爆发重新推动模型价格进入提价周期，预计公司云端部署业务毛利率迎来快速改善。

图：智谱新旧口径分业务收入（百万元）



资料来源：智谱财报，国信证券经济研究所整理

图：分业务及整体毛利率

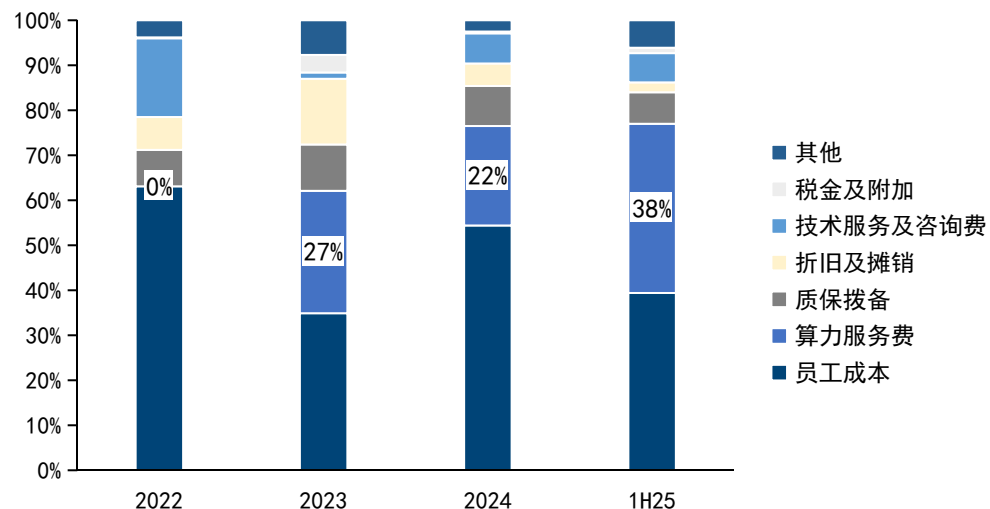


资料来源：智谱财报，国信证券经济研究所整理

毛利率：算力服务费成本占比抬升，毛利率维持较高水平

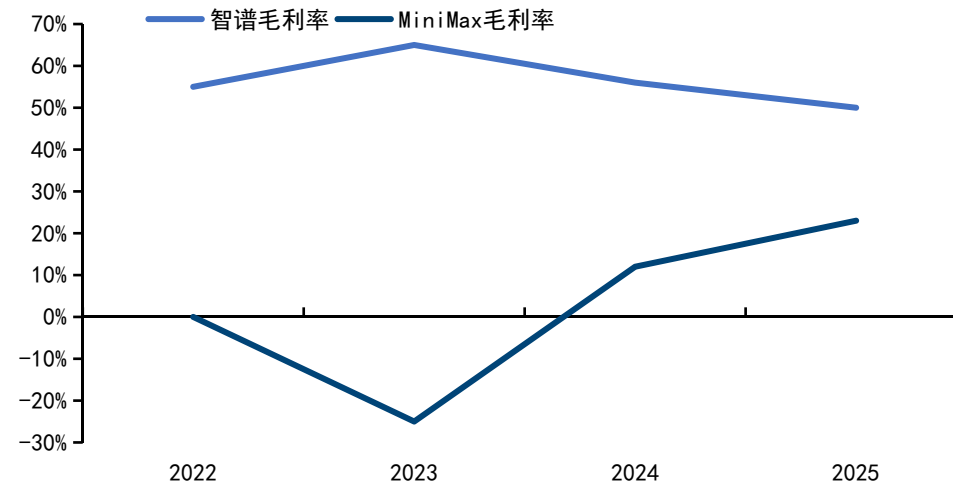
- 智谱算力相关支出占比持续上升。2022年营业成本仍以员工成本为主，之后随着业务规模扩大和模型部署需求提升，算力服务费占比明显提高，2023年约27%，1H25升至约38%。这说明智谱营业成本的驱动因素正在从早期的人力投入，逐步转向模型推理、部署和交付过程中所需的算力资源消耗。
- 智谱毛利率始终维持在较高水平，MiniMax毛利率持续改善，但两家公司盈利质量仍处于商业化爬坡阶段。智谱近年毛利率基本保持在50%以上，本地化部署业务毛利水平较高，说明其政企和私有化交付具备较强盈利能力；但云端部署毛利率接近0，反映出开放平台业务仍面临较大成本压力，核心原因可能在于市场竞争下的价格让利，以及推理调用成本较高、算力投入对收入形成挤压。相比之下，MiniMax 整体毛利率持续改善，开放平台与企业服务已具备一定毛利基础，AI 原生产品毛利率也由大幅亏损逐步转正，说明其推理效率和商业化变现能力正在同步提升。

图：智谱营业成本构成



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

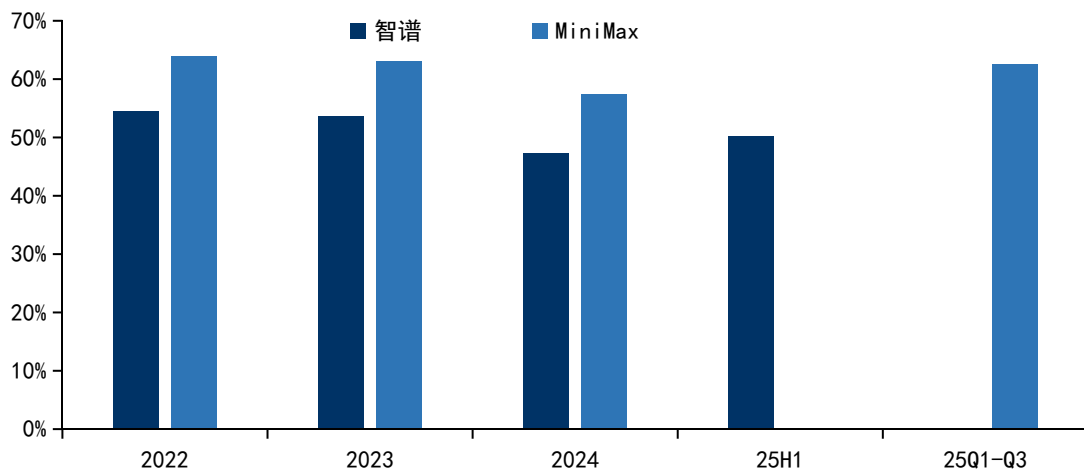
图：毛利率对比



资料来源：智谱招股书，国信证券经济研究所整理

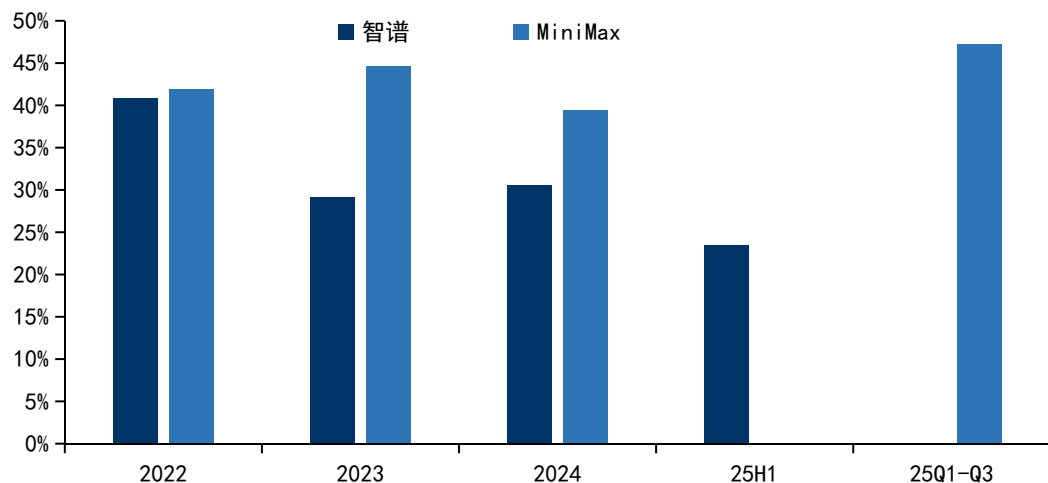
- **智谱供应商采购规模快速扩大、集中度维持较高。**前五大供应商采购额由2022年的较低水平快速增长至2024年的高点，25H1 仍保持较大规模，说明随着大模型训练、推理和交付需求上升，公司对外部资源，尤其是算力相关服务的采购需求持续扩大。与此同时，前五大供应商采购占总采购的比重在2022至1H25期间大致维持在47% - 55%区间，表明智谱采购端对核心供应商仍有一定依赖，但集中度整体相对稳定。
- 前五大供应商采购额为报告期采购发生额口径，主要对应算力服务等经营性支出，最终通常体现在营业成本及研发费用中。
- **智谱算力采购相比MiniMax更加分散。**2022年至2024年期间，智谱前五大供应商采购额占比分别为54.5%、53.6%、47.3%，25年上半年为50.2%，前两大供应商采购额占比分别为40.8%、29.2%、30.5%，25年上半年为23.5%；相比之下，MiniMax在2022年至2024年以及2025年前九个月期间前五大供应商采购额占比分别为63.9%、63.0%、57.3%、62.5%，前两大供应商采购额为41.9%、44.6%、39.4%以及47.2%。

图：智谱、MiniMax前五大供应商采购额占比对比



资料来源：智谱招股书，国信证券经济研究所整理

图：智谱、MiniMax前两大供应商采购额占比对比



资料来源：智谱招股书，国信证券经济研究所整理

供给紧缺：国产芯片适配与外部平台部署

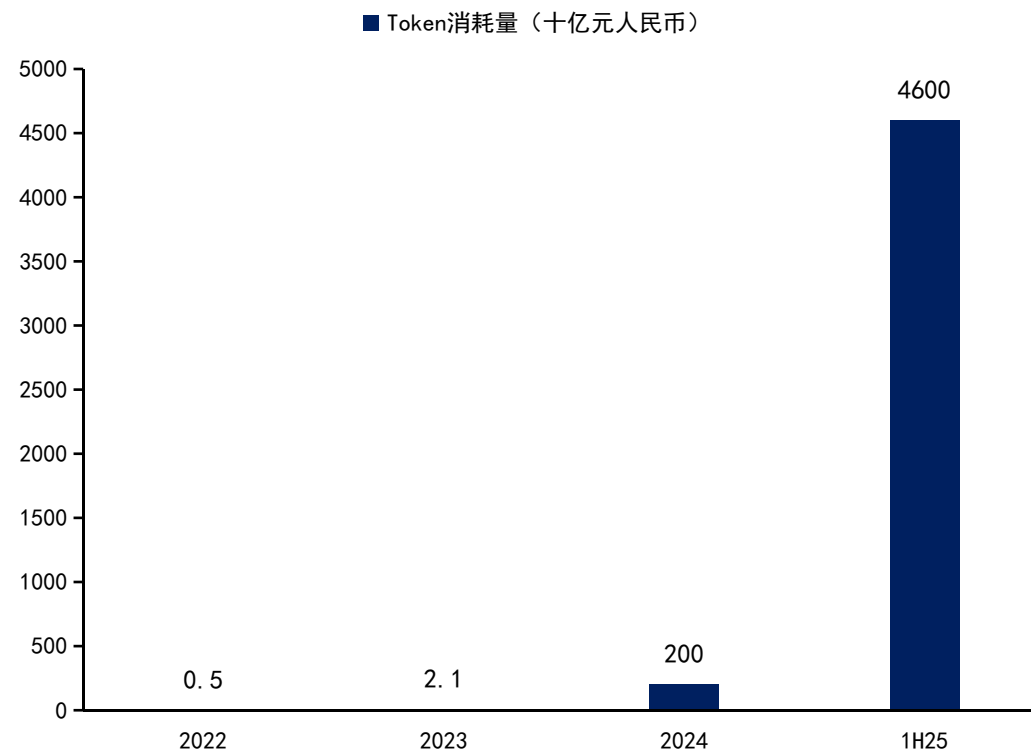
- 智谱是国内最早开始做国产芯片极致优化的厂商之一。并且正在推动与国内芯片公司的深度协同设计，重点投入在推理层面的联合优化。这说明智谱并不是简单做兼容移植，而是在芯片—模型协同层面推进更深的适配。在合作范围上，智谱已与主流国产芯片厂商展开深度合作，包括昇腾、摩尔线程、海光、寒武纪、昆仑芯、天数智芯、燧原头部七家国产芯片公司，并称双方已进入“软硬协同 co-design”阶段，目标是降低通信延迟、提升部署效率。这些国产芯片厂商在其芯片设计研发过程中，也会深度使用 GLM 模型。

图：智谱-国产算力适配情况

国产算力平台	适配状态	介绍
华为昇腾	已确认适配	智谱 GLM-5 已与昇腾完成深度推理适配；华为侧还披露了 Oday 适配与部署支持。
沐曦		沐曦披露其平台已完成智谱模型快速适配，且相关报道提到 GLM-5 属于其 Day 0 适配模型之一。
摩尔线程		摩尔线程披露在 MTT S5000 上对 GLM-5 完成 Day-0 全流程适配，并基于 SGLang 打通推理链路。
海光		海光披露其 DCU 对 GLM-5 完成 Day0 适配与联合精调，并提到底层算子与硬件加速优化。
天数智芯		天数智芯官方披露已对 GLM-5 实现发布即适配，并针对长上下文、智能体、编程等场景做了优化。
寒武纪	已列入适配名单	智谱称 GLM-5 已与寒武纪完成深度推理适配与算子级优化。
昆仑芯		GLM-5 已与昆仑芯完成深度推理适配。
燧原		GLM-5 已与燧原完成深度推理适配。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：智谱大模型token消耗量显著增加



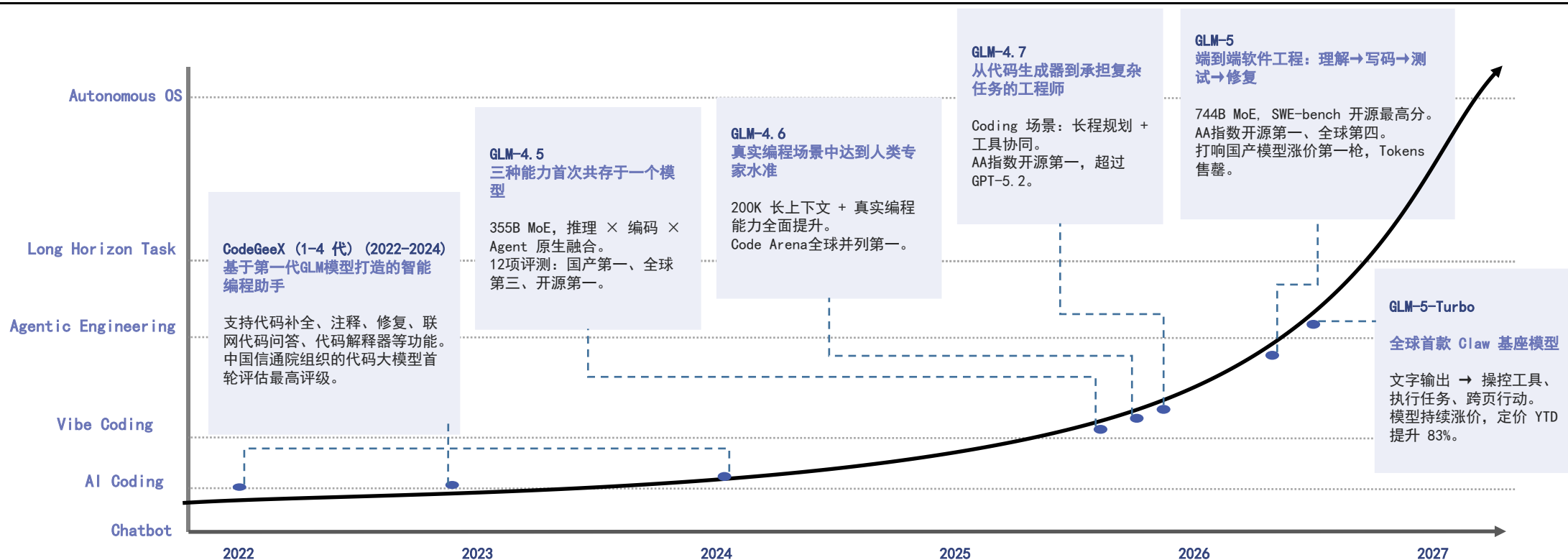
资料来源：智谱招股书，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 公司概况：高人才密度、强科研基因
- 【 02 】 模型能力：编程能力领先，构建数据飞轮
- 【 03 】 商业模式：MaaS收入加速增长，Token持续涨价
- 【 04 】 投资建议&风险提示

模型体系：语言大模型+多模态扩展+智能体生态

- 智谱的模型体系分为三部分：（1）语言大模型，代表产品包括GLM系列，主要负责自然语言理解、生成与复杂推理任务；（2）多模态模型，比如GLM-4.6V、GLM-4.5V、GLM-Image、CogView、CogVideo，覆盖图像、视频等内容理解与生成能力；（3）Agent，包括CogAgent、AutoGLM。这个结构意味着公司未来的商业化不再只依赖Token调用，而是可能转向更高附加值的多模态API、Agent授权和企业平台收入。
- GLM系列大模型正沿着“代码能力增强—Agent化—长时任务—自主操作系统”这条路径演进。早期重点在代码生成与编程助手能力，随后逐步扩展到推理、工具调用、长上下文和 Agent 原生能力，并进一步向复杂长链路任务执行和“Autonomous OS”方向升级。整体来看，智谱的产品路线已经不再局限于传统聊天模型，而是在持续向更强的工程化执行能力、长期任务能力和自主智能体平台演进。

图：GLM系列范式跃迁



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

模型体系：语言大模型+多模态扩展+智能体生态

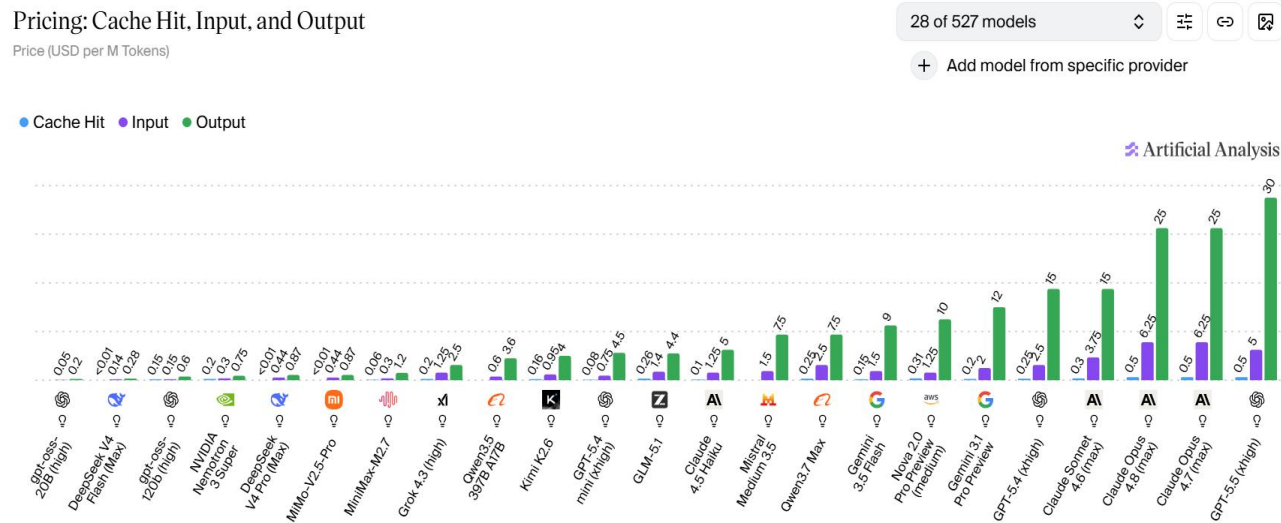
图：智谱模型介绍

模型类型	发布时间	模型名称	核心突破	备注
语言大模型	2022/8/1	GLM-130B	1300亿双语基座，INT4量化，性能达GPT-3水平	
	2022/9/30	CodeGeeX	多语言代码生成，跨语言翻译，提出HumanEval-X基准	代码生成助手
	2023/6/1	ChatGLM2 系列	上下文扩至32K，推理效率提升42%，低显存部署	长文本轻部署
	2023/10/1	ChatGLM3 系列	6B参数，支持工具调用，对话能力升级	对话升级
	2024/6/18	GLM-4	全方位对标GPT-4，大规模预训练，多阶段RLHF对齐	旗舰模型
	2025/8/8	GLM-4.5	3550亿MoE，ARC框架统一智能体、推理与编程	
	2025/9/30	GLM-4.6	上下文扩至200K，优化库级代码能力，强化指令遵循	
	2025/12/22	GLM-4.7	358B MoE，交织/持久化思维，编程与推理SOTA	
	2026/2/11	GLM-5	7440亿MoE架构，集成DSA，异步Agent RL优化长时交互	新一代旗舰基座
	2026/3/16	GLM-5-Turbo	专为OpenClaw生态系统构建的端到端智能体 workflow 优化模型，支持200K上下文，API价更低	基座模型
2026/4/8	GLM-5.1	把大模型推进到可在长时程任务中自主完成“规划—执行—迭代优化—交付”闭环的工程智能体	全球最强的开源模型	
多模态模型	2024/8/6	CogVideoX	3D因果VAE，消除闪烁，高保真视频生成	高保真视频生成
	2024/8/29	CogVLM2	基于Llama-3，支持8K上下文与视频理解	视觉语言理解
	2024/12/3	GLM-4-Voice	低码率语音分词，类人对话，支持中英双语与音色定制	实时语音对话
	2025/3/4	CogView4	单流DiT架构，GLM-4-9B编码，高效文生图	新一代文生图
	2025/7/1	GLM-4.1V-Thinking	9B参数，强化学习思考范式，多模态推理超越Qwen2.5-VL-72B	轻量视觉推理
	2025/8/11	GLM-4.5V	视觉感知增强，支持GUI智能体，精准物体定位与长视频分析	视觉增强
	2025/12/8	GLM-4.6V	多模态原生工具调用，视觉感知联动，支持文档/图像直接作为工具输入	视觉工具调用
	2025/12/16	GLM-TTS	两阶段解耦架构，GRPO强化学习，LoRA实现1小时音色克隆	语音合成模型
	2026/1/14	GLM-Image	AR+Diffusion混合架构，Semantic-VQ语义离散，中英文字符渲染精准	文生图
	2026/3/10	GLM-OCR	层次化视觉注意力，高精度识别复杂文本，可转LaTeX/Markdown	复杂文档识别
智能体	2023/12/14	CogAgent	高分辨率视觉，GUI（图形用户界面）坐标精准操作，OCR能力强	早期界面智能体
	2024/10/25	AutoGLM	GUI智能体，规训分离，自进化轨迹，自动化操作成功率高	通用GUI智能体

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- 国内主流大模型价格普遍低于海外模型，智谱在国内厂商中则走的是偏高端定价路线。头部模型如 GPT-5、Claude 4.6、Gemini 2.5 Pro 等价格整体更高，国内厂商普遍以更低价格参与竞争，体现出以性价比换取市场渗透的普遍策略。智谱GLM-5的价格高于国内其他模型厂商，说明智谱当前并不主打最低价，而是更偏向能力、性能和商业化价值兼顾的中高端路线。
- 智谱模型历史价格前期偏低、近期三度涨价，定价策略正从获客导向转向商业化兑现。1) 2026年2月智谱发布Coding Plan调价公告，决定取消首购优惠、保留按季按年订阅优惠，套餐价格整体涨幅30%起；2) 3月16日，智谱又推出面向OpenClaw场景深度优化的GLM-5-Turbo，其API价格进一步上调20%；3) 4月8日，智谱GLM再度提价10%，调价后，GLM-5.1在Coding场景的缓存命中Token价格已经接近Anthropic旗下Claude Sonnet4.6水平。这说明智谱近期的价格变化不是单纯提价，而是在模型能力增强、场景优化深化、需求快速释放的背景下，对高调用量和高价值场景进行更强的商业化变现。

图：主流模型输入输出定价（美元/百万tokens）



资料来源：Artificial Analysis，国信证券经济研究所整理测算

图：智谱模型价格变化

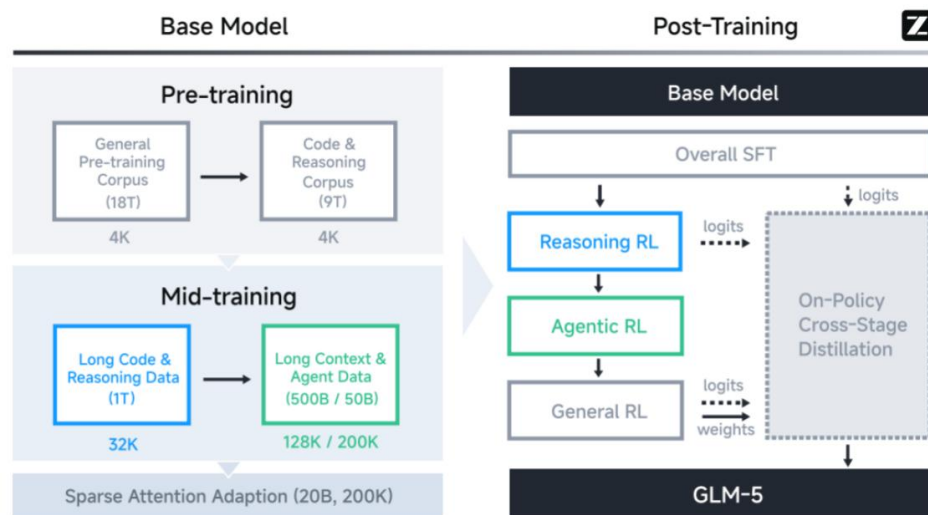
模型	发布时间	输入价格（元/百万tokens）	输出价格（元/百万tokens）
GLM-3-Turbo	2023年10月	1	2
GLM-4-Plus	2025年4月	5	5
GLM-4-AirX	2025年4月	10	10
GLM-4.5-Air	2025年7月	0.8 (0-32K) ; 1.2 (32K-128K)	6 (0-32K档) ; 8 (32K-128K)
GLM-4.7	2025年12月	3 (0-32K) ; 4 (32K-200K)	8 (0-32K) ; 16 (32K-200K)
GLM-5	2026年2月	4 (0-32K) ; 6 (32K+)	18 (0-32K) ; 22 (32K+)
GLM-5-Turbo	2026年3月	5 (0-32K) ; 7 (32K+)	22 (0-32K) ; 26 (32K+)
GLM-5.1	2026年4月	6 (0-32K) ; 8 (32K+)	24 (0-32K) ; 28 (32K+)

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

GLM-5：标志大模型编程从Vibe Coding时代迈入Agentic Engineering时代

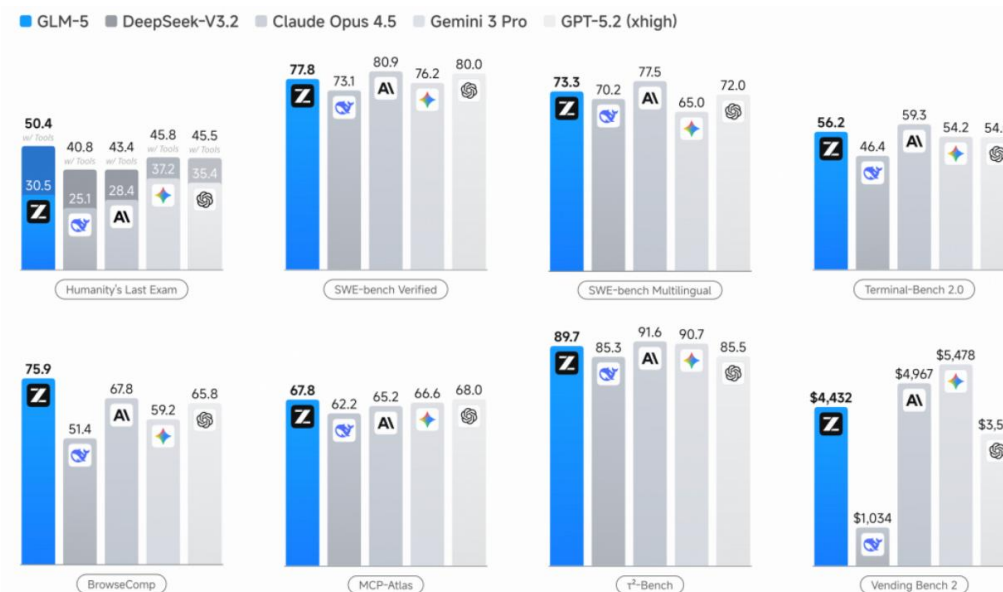
- GLM-5的发布，标志着大模型编程正在从侧重灵感激发与代码补全的“Vibe Coding”时代，迈向更强调复杂任务拆解、长周期执行与工具协同的“Agentic Engineering”时代。相较于传统代码生成模型主要服务于单轮补全、局部修改和轻量化辅助编程，GLM-5的设计目标已明显转向复杂系统工程与长时程Agent任务。官方将其定位为面向Agentic Engineering的新一代基础模型。
- 创新：集成DeepSeek稀疏注意力（DSA）机制，并提出异步Agent强化学习算法以优化长时交互质量。**
 - 在架构层面，GLM-5采用了极具规模的混合专家（MoE）架构，总参数量达到7440亿，其中单Token激活参数量为400亿。
 - 通过引入DeepSeek稀疏注意力（DSA）技术，在保持超长上下文保真度的同时，显著降低了训练与推理的计算开销。
 - 构建全新的异步 RL 基础设施。基于GLM-4.5时期slime框架“训练与推理解耦”的设计，进一步实现了“生成与训练”的深度解耦。
 - 提出全新的异步Agent RL算法，全面提升模型的自主决策质量。
 - GLM-5 还完成了与多家国产芯片平台的深度适配，使其不仅在能力上进步，也具备更强的国产化部署和战略落地价值。

图：GLM-5整体训练流程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：主流模型比较



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

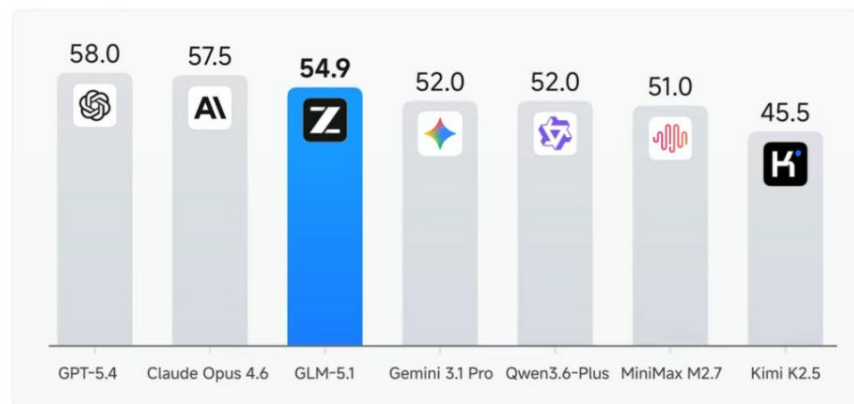
GLM-5.1再度提价，综合性能领跑

- 4月8日，智谱正式发布GLM-5.1模型，再度提价10%。提价后，GLM-5.1在Coding场景的缓存命中Token价格接近Anthropic旗下Claude Sonnet4.6。
- GLM-5.1是智谱迄今最智能的旗舰模型，其最强维度Coding与Agent已进入全球第一梯队。在综合能力与Coding能力上，GLM-5.1整体表现对齐Claude Opus 4.6，并在长程自主执行、复杂工程优化与真实开发场景中展现出更强的持续工作能力，是构建Autonomous Agent与长程Coding Agent的理想基座。它所代表的是面向“Agentic Engineering”的新范式，即模型能够根据模糊需求自主规划、分解任务并交付完整工程结果。业内最具代表性的三个代码评测基准（包括衡量模型专业级软件开发工作的SWE-Bench Pro、像工程师一样操作命令行解决问题的Terminal-Bench 2.0、从零构建完整代码仓库的NL2Repo）的综合平均分中，GLM-5.1为全球模型第三、国产模型第一、开源模型第一。GLM-5.1和此前分钟级交互的模型不同，它能够在一次任务中独立、持续地工作超过8小时，其间自主规划、执行、自我进化，最终交付完整的工程级成果。对于国内开发者、企业AI负责人和AI应用开发者而言，它兼具高水平编程能力、强Agent执行能力、开源协议友好以及国产算力适配优势，是国产大模型迈向高端生产级应用的重要一步。

图：Coding能力评测及智能体式编程：SWE-Bench Pro基准测试

Coding Performance Evaluation

3 Benchmarks: SWE-Bench Pro, Terminal-Bench 2.0, NL2Repo



Agentic Coding: SWE-Bench Pro

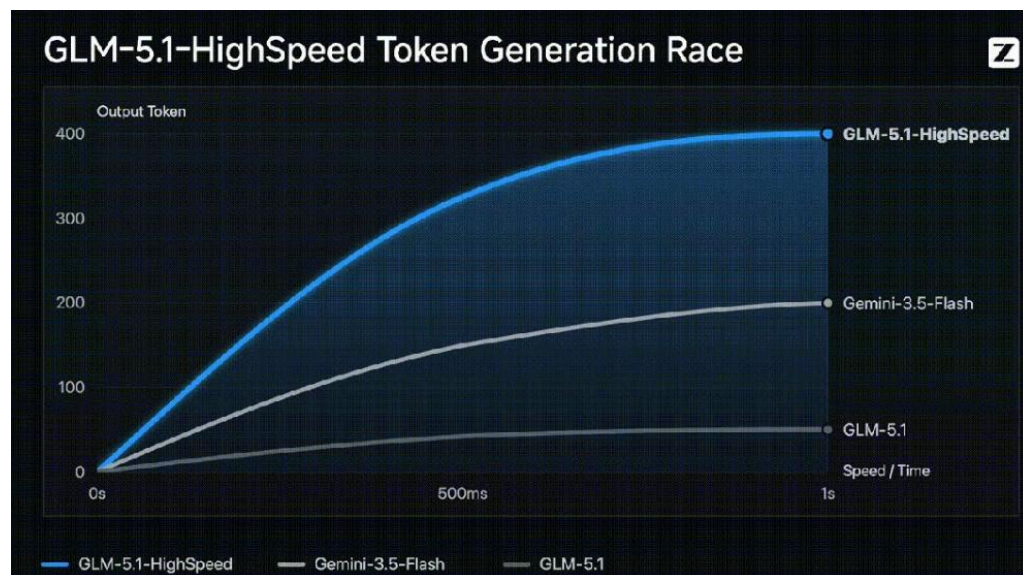


资料来源：智谱公司官网，国信证券经济研究所整理

GLM-5.1-Highspeed: 旗舰级能力与极致低延迟

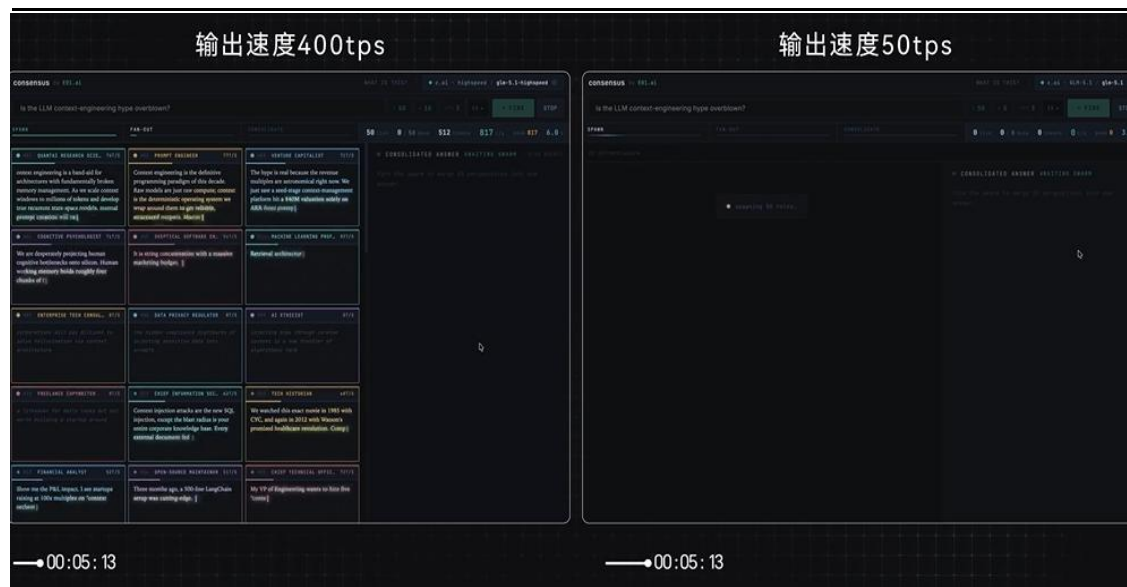
- GLM-5.1高速版API “GLM-5.1-highspeed” 模型输出速度刷新当前全球大模型厂商API的速度上限。打破高速模型几乎都是轻量级模型的行业惯例，根据公司官微，首次在国产大模型中同时将旗舰级能力与极致低延迟带入生产环境，无需再为响应速度牺牲模型质量。在完全保留GLM5.1能力的基础上，拥有“即问即答”的响应速度，开始真正实现实时协作。
- 三层系统级优化：1) 推理引擎层：针对GLM-5.1的架构特点，重写了核心推理路径，有效提升了单卡吞吐能力；2) 调度系统层：通过动态批处理、请求合并和KV缓存调度优化，显著降低高并发场景下的尾延迟；3) 基础设施层：围绕推理集群部署、网络链路、负载均衡进行协同优化，确保400 TPS不是一个“峰值”数字，而是稳定可用的生产级能力。
- TileRT彻底抛弃Runtime层的动态调度，在编译期（AOT）将整个计算图静态编排为一个常驻GPU的persistent Engine Kernel。单卡之内，计算、异步IO与通信被全部拆解为Tile级微任务，整个推理过程只Launch一次Engine Kernel。在多卡尺度上，TileRT进一步将SM内部的Warp Specialization思路外推到整张8卡NVL拓扑。不同GPU rank不再执行同构逻辑，而是按计算密度与数据依赖被特化为不同worker。

图：GLM-5.1高速版与GLM-5.1以及Gemini-3.5-flash模型速度对比



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：Agent SSwarm中，GLM-5.1高速版可以瞬间调度50个不同人格进行回答



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- GLM5的注意力机制沿用的是DeepSeek V3.2的成熟思路，结合在后训练阶段提出的异步RL，极大降低了模型的成本。与其他模型有较大差别的是GLM的模型层数明显多于其他国产模型，这带来了服务器运营成本的提升，但也实现了模型能力的突破。并且当层数增加时，出现梯度消失与梯度爆炸的可能性更大，能够成功解决技术挑战也是智谱技术能力的体现。

图：国产模型比较

模型	总参数量	激活参数	总层数	专家数	专家配置与路由策略
GLM-5	744B	40B	78层 (3 dense + 75 MoE)	256	每个 token 激活 8 个路由专家+ 1 个共享专家
MiniMax M2.5	229.9B	9.8B	62层 (全MOE)	256	每个 token 激活 8 个专家
DeepSeek-V4-Pro	1.6T	49B	61层 (全MOE)	384	每个 token 激活 6 个路由专家+1个共享专家
Qwen3.5-397B-A17B	397B	17B	60层	512	每个 token 激活 10个路由专家+ 1 个共享专家
Kimi-K2.5	1.04T	32B	61层	384	每个 token 激活 8 个路由专家+ 1 个共享专家

模型	上下文窗口	注意力机制
GLM-5	200K	MLA+DSA混合架构
GLM-5.1	200K	
MiniMax M2.5	192K	全多头注意力+分组查询注意力 (GQA)
MiniMax M3	1M	MSA
DeepSeek-V4-Pro	1M	CSA和HCA交替注意力
Qwen3.5-397B-A17B	256K, 可扩展至1M	线性注意力与门控注意力混合
Qwen3.6	1M	
Qwen3.7	1M	
Kimi-K2.5	256K	MLA
Kimi-K2.6	256K	

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- 智谱在模型训练的数据优势主要体现在两个方面：
 - 1) 在进入Coding时代前，为打造GLM 5，当大家面临的Github代码库资源相当时，核心依赖的是数据清洗能力，本质上是人才密度优势的体现
 - 2) GLM 5推出后，智谱依靠领先的模型能力吸引来了国内大量的程序员用户，优秀的程序员通常会优先选择表现更好的模型，他们产生的代码是高质量的编程数据，从而形成数据飞轮。

图：编程场景中的飞轮效应

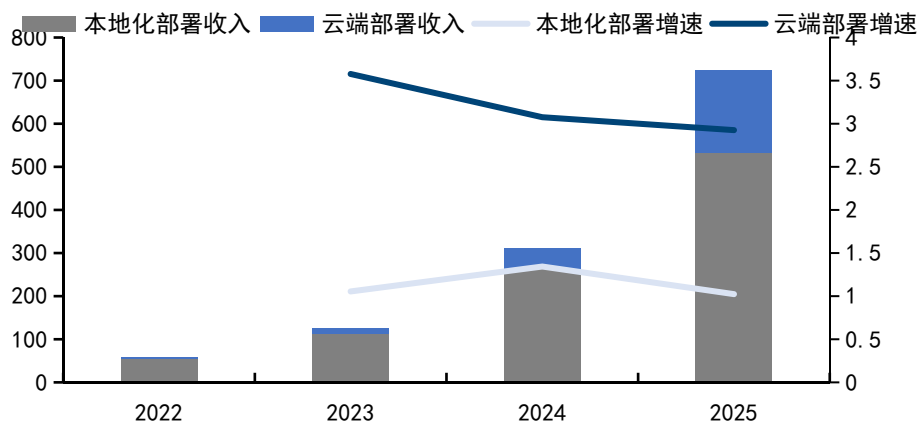


资料来源：智谱，国信证券经济研究所整理

- [01] 公司概况：高人才密度、强科研基因
- [02] 模型能力：编程能力领先，构建数据飞轮
- [03] 商业模式：MaaS收入加速增长，Token持续涨价
- [04] 投资建议&风险提示

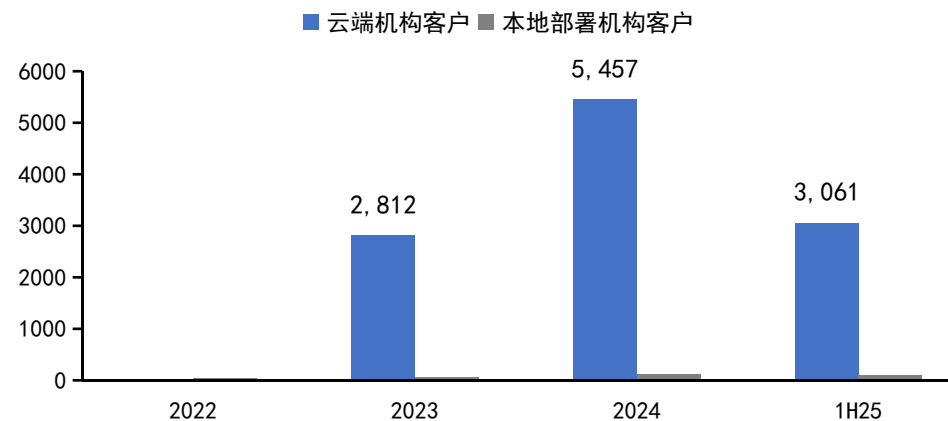
- 云端部署/API不只是智谱的核心增长点，也是其客户覆盖面最广、平台化特征最强的业务。根据招股书，云端部署收入从 2023 年的 1192.4 万元增至 2024年的4848.4万元，2025年上半年为2910万元；对应机构客户数从 2812 家增至 5457 家，2025 年上半年为 3061 家。智谱通过MaaS平台同时服务“机构客户及开发者”，并强调其模型可通过API云端调用、本地化部署或端侧预装等方式触达客户，这说明云端API已经成为其连接企业与开发者生态的核心入口。
- 从收费模式看，智谱云端部署主要分为两类：1) 订阅制以 GLM Coding Plan 等套餐产品为代表，更适合代码助手、Agent 开发、OpenClaw 等高频使用场景； 2) API按Token计费则面向企业和开发者将GLM模型接入自有App、工作流和业务系统。二者分别对应“稳定留存”和“规模扩张”两种变现逻辑，共同构成云端业务的商业化基础。
- 智谱云端部署/API的客户主要分为三类：开发者、终端用户及机构客户，其中大型互联网企业已成为其API侧的重要客户群，企业客户以互联网平台和需要快速接入AI能力的应用厂商为主。智谱的 MaaS平台同时面向“机构客户及开发者”，并且其开源模型截至2025年6月30日已在全球开发者社区下载超过4500万次、衍生开源项目超过1000个，说明开发者生态基础较强。整体上看，订阅制更偏个人开发者和小团队，API 按 Token 收费则更偏企业应用接入和平台客户。

图：智谱收入结构及增速



资料来源：智谱财报，国信证券经济研究所整理

图：智谱机构客户数量



资料来源：智谱财报，国信证券经济研究所整理

- **Coding Plan成为智谱当前商业化最核心的增长引擎，并通过精细分层持续提升变现效率。**根据公司官网，从套餐设计看，智谱将产品划分为 Lite、Pro、Max 三档，分别覆盖轻量级迭代、中型Repo日常开发和中大型 Repo 深度开发场景。API与Coding Plan合计收入占比预计可达80%以上，其中Coding Plan占七八成，但其毛利率仍低于API，预估在10% - 15%。Coding Plan截至2026年3月付费开发者规模突破24.2万，覆盖全球196个国家，推出6个月以来付费Token调用增长了15倍。2026年3月推出的Claw Plan，定价较Coding Plan再上调20%，上线两天订阅用户即破10万，上线20天突破40万。
- **智谱走的是中高端定价路线，而不是低价竞争。**智谱以GLM系列为主，不像阿里云、火山引擎那样走多模型聚合平台路线，因此其竞争核心在于围绕自有模型能力和 MCP 工具生态构建更深的产品闭环。MiniMax相较于智谱更明显走性价比路线，以更低收入和更丰富档位吸引用户，并强调全模态能力；阿里云百炼则更偏平台型路线，价格较高但文档和工具支持最完善，适合企业级和开发平台型客户；火山引擎依托字节生态和 ArkClaw 联动，强调生态协同优势；腾讯云则依靠CodeBuddy形成场景适配能力。相比之下，智谱的差异化在于MCP工具最全、档位最细，以及围绕Coding/Claw持续强化Agent场景能力，因此其更像是在走“高能力产品化变现”路线。

图：智谱Coding Plan不同档位比较

套餐档位	月费	用量定位	核心权益	适用场景
Lite	¥49/月	3×Claude Pro 额度	支持 20+ 编程工具、逐步开放旗舰模型	小型 Repo 轻量级迭代
Pro	¥149/月	5×Lite用量	优先体验旗舰模型、精选 MCP 工具、更快生成速度	中型 Repo 日常开发
Max	¥469/月	20×Lite 用量	首发接入最新模型、高峰期专属资源、Pro 全量权益	中大型 Repo 深度开发

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

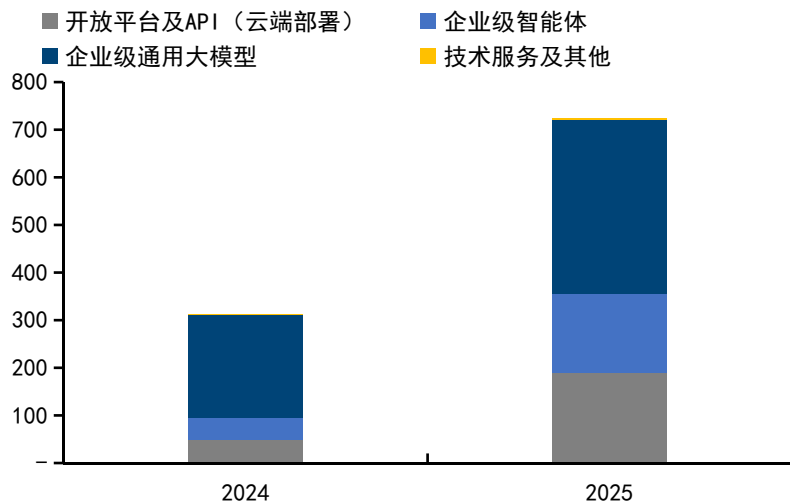
图：国内厂商Coding Plan价格对比

服务商	入门价格	档位数量	多模型支持	独特卖点	计费周期
阿里云百炼	¥200/月	1档 (Pro)	千问、GLM、Kimi、MiniMax	文档最完善、工具支持最广	月付
腾讯云	¥40/月	2档 (Lite/Pro)	Hunyuan、GLM、Kimi、MiniMax	CodeBuddy 深度适配	月付
智谱 GLM	¥49/月	3档 (Lite/Pro/Max)	GLM 系列为主	MCP 工具最全、档位最细	月付/季付
MiniMax	¥29/月	4档×2版本 (标准/极速)	MiniMax 系列	唯一全模态 (视频/语音/音乐/图像)	月付/年付
Kimi	¥39/月	4档	kimi-k2.5 系列	会员权益联动、安装极简	月付/年付
火山引擎	¥36/月	2档 (Lite/Pro)	Doubao、GLM、DeepSeek、Kimi、MiniMax	ArkClaw 联动、字节生态协同	月付/季付

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

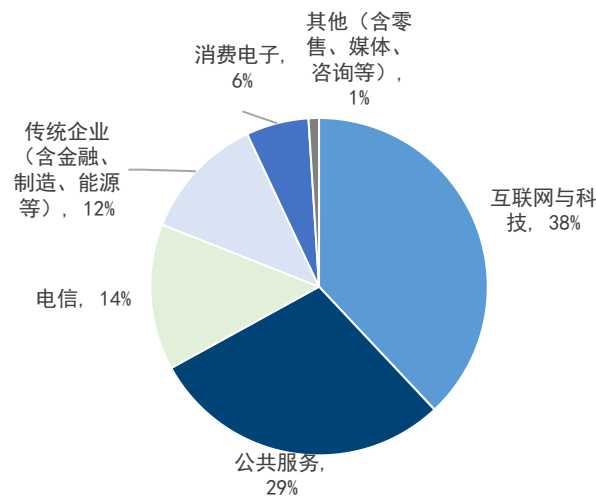
- 智谱本地化部署的新口径中，企业级通用大模型是最大收入项，企业级智能体增速更快。** 1) 企业级通用大模型，更偏底层能力平台和私有化部署，把GLM系列基座模型、本地知识库、向量库、模型微调和业务系统集成到客户内部，做成“企业自己的大模型底座”。对应客户通常是大型集团、金融机构、国央企、政务和其他强监管行业客户，下游合作重点集中在金融、医疗、政务等行业。 2) 企业级智能体，更像是直接面向具体业务流程和任务执行的AI应用层产品，比如给智联招聘做AI招聘助手，给蒙牛做 AI 营养师“蒙蒙”，给AMiner做研究助手，还提到可以集成进手机、办公软件等终端产品中。对应的客户画像通常是：希望快速落地具体场景、直接提升业务效率或用户体验的企业客户，包括互联网平台、办公软件厂商、消费品牌、教育/科研平台等。
- 智谱客户结构本地部署为主、云端客户快速扩张、行业分布较广但区域较集中。** 从本地化部署收入看，客户主要来自互联网与科技、公共服务、电信及传统企业等行业，其中互联网与科技占比最高，公共服务和电信也是重要来源；区域上，中国贡献了绝大部分本地部署收入，东南亚占比较小，说明公司商业化仍以内地市场为核心。

图：智谱新口径分业务收入（百万元）



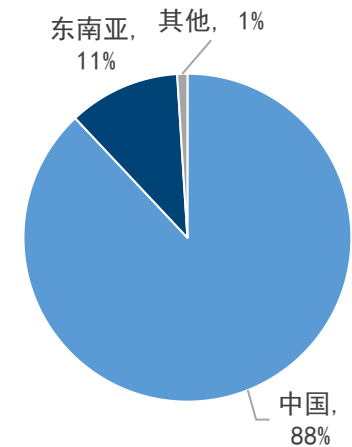
资料来源：智谱财报，国信证券经济研究所整理

图：25H1智谱本地化部署收入分行业客户占比



资料来源：智谱财报，国信证券经济研究所整理

图：25H1智谱本地化部署收入分地区占比



资料来源：智谱财报，国信证券经济研究所整理

- 智谱的产品体系可以概括为“平台层 + 应用层 + Agent层”三部分：平台层：1) Bigmodel是公司对外提供模型调用、API 接入、开发与部署服务的 MaaS 平台，承接企业和开发者对大模型能力的调用需求；2) z.ai则是智谱面向用户的统一 AI 产品入口和品牌界面，承担模型体验、内容生成与通用交互的前台角色。在Agent和应用层：3) AutoGLM 是智谱强调自主规划、推理与执行能力的智能体产品，可在浏览器和图形界面环境中完成较复杂、较长链条的任务；4) AutoClaw（澳龙） 则是一键安装的本地 Agent 客户端，主打本地化部署和任务执行。面向 C 端与垂直场景：5) 智谱清言是通用 AI 助手产品；6) Zread.ai 聚焦阅读、内容理解与信息处理场景；7) AMiner则是智谱体系内的重要学术平台，主要服务学术搜索、科研信息获取与学术生态连接。
- Bigmodel 是智谱面向开发者和企业的大模型开放平台，也是其 MaaS 能力输出的核心载体。它主要提供模型调用、API 接入、开发资源和应用构建能力，帮助开发者把 GLM 系列模型、多模态能力和 Agent 能力接入到具体业务场景中。整体来看，Bigmodel 更偏底层平台，承担“把模型能力产品化、服务化输出”的作用，是智谱连接技术能力与商业落地的重要基础设施。

图：产品体系

产品名称	产品类型	定位
Bigmodel	MaaS平台	模型调用、开发接入与API服务平台
z.ai	AI应用/产品入口	智谱对外的通用AI产品入口
AutoClaw（澳龙）	本地Agent客户端	一键安装的本地OpenClaw客户端
AutoGLM	Agent产品	GUI/浏览器/任务执行智能体产品
智谱清言	AI助手	面向用户的通用对话助手
Zread.ai	阅读工具	阅读与信息处理应用
AMiner	学术平台	学术搜索与科研信息平台

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

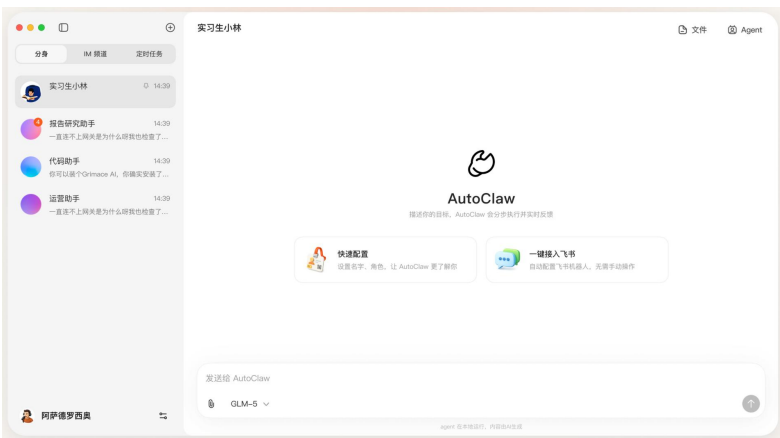
图：Bigmodel界面



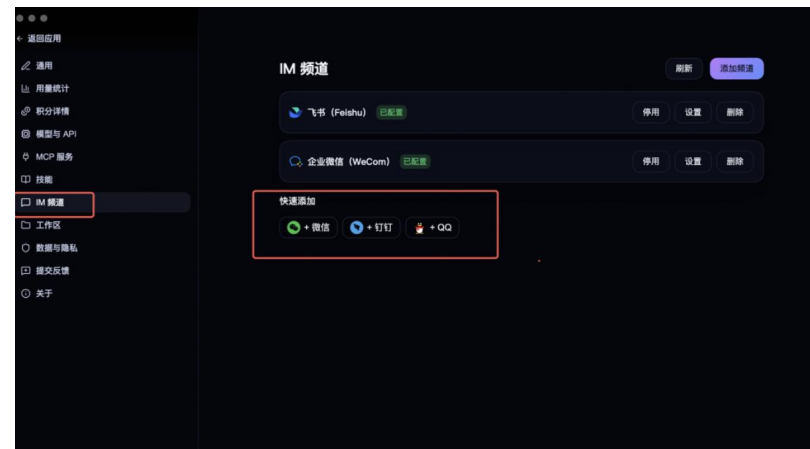
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- 智谱 AutoClaw（“澳龙”）本质上是一个面向本地部署的AI Agent工具，主打“开箱即用”的智能体执行能力，将复杂的Agent搭建流程封装为标准化产品。用户在本地安装后，可通过飞书等IM工具直接下达任务，实现从自然语言输入到实际执行结果的闭环。其内置50+ Skills，覆盖办公、编程、内容生成与数据处理，并结合AutoGLM浏览器Agent能力，实现跨网页、多步骤任务自动执行，从而强化其“执行型AI系统”的定位。
- AutoClaw的技术核心在于从单一模型能力转向“工具+ workflows”的Agent架构。该系统不仅依赖智谱自研模型（如Pony-Alpha系列），同时也支持调用外部模型API（如DeepSeek、Kimi、MiniMax等），实现多模型协同调度。通过Skills机制与浏览器自动化能力的结合，AutoClaw可以完成从信息检索、内容生成到网页操作的一整套链路，使其更接近“AI操作系统”而非传统聊天机器人。
- AutoClaw接入ClawBot体系的关键意义在于打通IM入口与任务执行链路。ClawBot类产品通常以跨平台AI助手为核心（如支持微信），强调插件化与多场景扩展能力；而AutoClaw则更聚焦企业场景，通过接入飞书等即时通讯工具，将任务入口嵌入日常沟通环境中。用户可以在聊天界面直接“下达指令即执行任务”，从而显著降低AI Agent的使用门槛，并增强其企业办公自动化与 workflows 中的渗透能力。

图：AutoClaw界面



图：AutoClaw配置微信界面



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- [01] 公司概况：高人才密度、强科研基因
- [02] 模型能力：编程能力领先，构建数据飞轮
- [03] 商业模式：MaaS收入加速增长，Token持续涨价
- [04] 投资建议&风险提示

- 本地化部署：**随着智能化转型的不断推进，对大模型性能和安全的需求不断增强，公司本地化部署收入有望持续增长。我们预计2026/2027/2028年公司本地化部署收入增速分别为 104%/82%/62%。
- 云端部署：**根据公司业绩会，截至3月云端部署ARR已达到17亿元人民币，这意味着仅3月收入达到约1.4亿元，结合海外Anthropic官方数据，去年底以来ARR已从90亿美元增长至470亿美元，第三方调用平台OpenRouter的Token消耗量也保持周环比5%-10%的增长，未来三年模型能力泛化带来的Agent需求进一步破圈，Token消耗仍有较大空间。此外，今年以来公司持续提价，4月8日再度提价10%。因此，我们预计公司26-28年云端部署收入至20/66/172亿元人民币。

图：智谱盈利预测

单位：百万元人民币		2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总收入		57	125	312	724	3,078	8,591	20,401
	YoY		117%	151%	132%	325%	179%	137%
本地化部署		55	113	264	534	1,087	1,980	3,212
	YoY		105%	134%	102%	104%	82%	62%
云端部署		3	12	48	190	1,991	6,611	17,189
	YoY		360%	307%	292%	948%	232%	160%
新拆分口径								
开放平台及API（云端部署）				48	190			
	YoY				296%			
企业级智能体				47		166		
	YoY				253%			
企业级通用大模型				215		366		
	YoY				70%			
技术服务及其他				2		3		
	YoY				32%			
毛利		31	80	176	297	962	2,709	7,107
	毛利率	54.6%	64.6%	56.3%	41.0%	31.2%	31.5%	34.8%
本地化部署		29	77	174	261	544	990	1,606
	毛利率	53.6%	68.2%	66.0%	48.9%	50.0%	50.0%	50.0%
云端部署		2	4	2	36	418	1,719	5,501
	毛利率	76.1%	31.0%	3.4%	18.9%	21.0%	26.0%	32.0%
研发费用		84	529	2,195	3,180	4,925	6,615	9,385
	研发费率	147%	425%	703%	439%	160%	77%	46%
销售费用		15	101	387	391	523	687	816
	销售费率	26%	81%	124%	54%	17%	8%	4%
管理费用		32	66	134	505	708	945	1,020
	管理费率	56%	53%	43%	70%	23%	11%	5%
经营利润		(99)	(626)	(2,538)	-3,787	-5,202	-5,545	-4,121
	经营利润率	-172%	-502%	-812%	-523%	-169%	-65%	-20%
	YoY		534%	306%	49%	37%	7%	-26%
净利润		(144)	(788)	(2,958)	-4,718	-5,184	-5,531	-4,111
	净利润率	-250%	-633%	-947%	-652%	-168%	-64%	-20%
	YoY		449%	275%		10%	7%	-26%
经调整净利润		(97)	(621)	(2,466)	-3,182	-4,570	-4,856	-3,368
	净利润率	-170%	-499%	-789%	-440%	-148%	-57%	-17%
	YoY		537%	297%		44%	6%	-31%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理测算

- **投资建议：**我们持续看好公司的技术基因和模型能力领先，在大模型快速发展阶段主要关注收入增长趋势，考虑到国内外Agent场景爆发带来的需求加速，海外模型公司收入持续上调，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为31/86/204亿元，预计净利润为-52/-55/-41亿元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示：**
 - 1) **盈利预测偏乐观的风险。**公司未来收入、毛利率及费用率预测建立在本地化部署放量、云端调用高增长、成本持续优化及费用率摊薄等假设之上。若客户拓展、项目交付、调用增长、定价续费或成本优化不及预期，公司收入和盈利改善可能低于预测。
 - 2) **政策与监管风险。**人工智能行业虽受政策支持，但同时面临算法备案、内容安全、数据合规和模型治理等监管要求。若公司在训练数据、输出安全、备案合规或行业准入方面未能及时满足要求，可能影响产品上线、场景拓展及经营表现。
 - 3) **技术迭代及竞争风险。**大模型行业技术迭代快、竞争激烈。若公司在基础模型、推理效率、长上下文、Agent、多模态及工程化落地等方向研发不及预期，或新一代模型性能、成本和稳定性弱于竞争对手，可能导致技术优势减弱、客户流失和市场份额下滑。
 - 4) **算力与供应链风险。**大模型发展高度依赖高端芯片、算力供给和训练推理基础设施。若公司在芯片采购、集群扩容、成本控制、国产算力适配或供应链稳定性方面不及预期，可能制约模型迭代和商业化扩张。
 - 5) **AI商业化落地不及预期风险。**企业客户对模型调用、私有化部署和Agent平台的付费意愿，仍取决于实际效果、ROI、组织改造和预算释放节奏。若行业出现“试点多、放量慢”，公司本地化部署和云端部署收入增长可能低于预期。
 - 6) **宏观经济波动风险。**公司客户需求受宏观经济、企业资本开支、数字化预算和行业景气度影响。若未来宏观经济修复不及预期，或企业和政府IT投入放缓，可能对公司订单获取、收入确认和盈利改善造成不利影响。

图：智谱财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2025	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万元)	2019	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2268	2255	31214	26694	23714	营业收入	312	724	3078	8591	20401
应收款项	667	699	278	777	1845	营业成本	137	428	2117	5882	13295
存货净额	32	126	29	80	182	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	6	6	462	1289	3060	销售费用	387	391	523	687	816
流动资产合计	3016	3571	32469	29422	29500	管理费用	2633	4143	5773	7700	10545
固定资产	243	187	215	245	274	财务费用	58	89	0	0	0
无形资产及其他	714	559	819	1120	1464	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	97	198	198	198	198	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	307	338	338	388	438	其他收入	347	521	133	303	305
资产总计	4376	4854	34040	31373	31875	营业利润	(2555)	(3806)	(5202)	(5376)	(3949)
短期借款及交易性金融负债	269	605	291	389	428	营业外净收支	(403)	(912)	18	14	10
应付款项	81	337	402	1043	2181	利润总额	(2958)	(4718)	(5184)	(5362)	(3939)
其他流动负债	7488	11465	2569	4392	7625	所得税费用	0	0	0	0	0
流动负债合计	7838	12406	3263	5824	10235	少数股东损益	(2)	(20)	(22)	(23)	(17)
长期借款及应付债券	0	85	85	85	85	归属于母公司净利润	(2956)	(4698)	(5162)	(5339)	(3922)
其他长期负债	493	474	632	765	795						
长期负债合计	493	559	717	849	879	现金流量表 (百万元)	2019	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	8331	12965	3979	6674	11114	净利润	(2956)	(4698)	(5162)	(5339)	(3922)
少数股东权益	1	(18)	(40)	(63)	(80)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	(3957)	(8093)	30101	24763	20840	折旧摊销	346	492	161	163	165
负债和股东权益总计	4376	4854	34040	31373	31875	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	58	89	0	0	0
关键财务与估值指标	2019	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	3872	3987	(8610)	1220	1460
每股收益	-6.63	-10.54	-11.58	-11.97	-8.80	其它	(2)	(20)	(22)	(23)	(17)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	1260	(239)	(13633)	(3978)	(2313)
每股净资产	-8.87	-18.15	67.52	55.54	46.74	资本开支	0	21	(450)	(493)	(539)
ROIC	100%	64%	119%	391%	176%	其它投资现金流	116	(443)	0	(97)	(117)
ROE	75%	58%	-17%	-22%	-19%	投资活动现金流	(75)	(454)	(450)	(640)	(706)
毛利率	56%	41%	31%	32%	35%	权益性融资	0	0	43356	0	0
EBIT Margin	-813%	-522%	-169%	-65%	-20%	负债净变化	0	85	0	0	0
EBITDA Margin	-702%	-454%	-164%	-63%	-19%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	151%	132%	325%	179%	137%	其它融资现金流	(166)	510	(313)	97	40
净利润增长率	--	--	--	--	--	融资活动现金流	(166)	679	43043	97	40
资产负债率	190%	267%	12%	21%	35%	现金净变动	1019	(13)	28959	(4521)	(2979)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1249	2268	2255	31214	26694
P/E	-182.3	-114.7	-104.4	-100.9	-137.4	货币资金的期末余额	2268	2255	31214	26694	23714
P/B	-136.2	-66.6	17.9	21.8	25.9	企业自由现金流	0	720	(14101)	(4655)	(3035)
EV/EBITDA	-267	-180	-116	-109	-149	权益自由现金流	0	1226	(14414)	(4557)	(2995)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032