



# SpaceX：三大未知数 X 待解—— 星际蓝图盲盒，信仰溢价几何？

从人类文明诞生之初，奔赴星海便是刻在基因里的终极夙愿。千百年以来，从仰望星河，到奔赴深空，商业航天是一条兼具理想主义与硬核科技的星辰赛道。而 SpaceX 无疑是划时代的开拓者，奠定了全球商业航天龙头的绝对地位。公司已形成“航天发射为技术底座、星链通信为现金牛支撑、AI 算力为远期增量”的三级业务布局。

- **期权式定价透支远期预期，高估值下的低容错率。**2026 年 6 月 12 日，SpaceX 正式登陆纳斯达克，总市值突破 2.1 万亿美元，对应 2025 年市销率超 100x，远超行业平均水平。SpaceX 的定价逻辑更类似于远期期权，市场已将太空赛道的终极幻想、技术迭代的最优结果等乐观情景全部计入当期定价，估值预期打满，容错率低，而实际上 SpaceX 这场对于星际蓝图的探索仍包含着多个未知数 X。
- **未知数 X<sub>1</sub>：**太空数据中心等远期太空场景是支撑 SpaceX 万亿估值最核心的宏大叙事，也是不确定性最高的部分。技术可行与商业可行之间存在巨大鸿沟，据 SemiAnalysis 测算，目前同等 GPU 集群太空部署成本是地面的 3.6 倍。成本差距随周期拉长或将有所收窄，但十年之内难以追平。太空数据中心能否实现与地面成本平价，取决于发射成本、算力密度和在轨寿命等变量，其中发射成本是核心制约因素。而目前星舰共发射 12 次，取得 6 次成功、2 次部分成功和 4 次失败。
- **未知数 X<sub>2</sub>：**AI 算力是目前确定性较高的增量业务。短期来看，GPU 产能紧缺下的算力租赁红利真实存在，但合同结构相对脆弱（90 天无责终止），持续性存疑。大模型头部厂商 IPO 后，自建算力是必然趋势。此外，自有 AI 大模型 Grok 已然掉队，若竞争力持续下滑，也将带动估值逻辑下沉。
- **未知数 X<sub>3</sub>：**星链是公司相对成熟的现金牛业务，2025 年收入占比达 61%，利润率 39%。但卫星通信的物理特性决定了星链只能作为地面宽带的补充形态，需求天花板相对有限。星链用户结构下沉，导致 ARPU 不断下行。此外，地缘风险也不可忽视，市场拓展空间也因地缘博弈受到压缩。
- **走势判断：短期看涨，中期看跌。**公司股价短期由流动性稀缺、指数被动买盘、散户情绪溢价三重力量驱动，基本面不确定性会被市场情绪掩盖，溢价持续扩张；但中期随着“盲盒”逐一开奖、三大未知数的乐观预期或有所降温，市场或重估风险对估值的影响。此外，今年下半年 Anthropic、OpenAI 即将相继 IPO，将从市场抽走巨额资金，SpaceX 的高溢价也将面临流动性收紧带来的估值压缩。
- **投资风险：**研发投入超预期；商业化落地不及预期；竞争加剧。

赵丹

首席科技分析师

dan\_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

杨子超, CFA

科技分析师

charles\_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

2026 年 6 月 18 日



扫码关注浦银国际研究

# 目录

高估值下的低容错率.....	3
未知数 X <sub>1</sub> ——太空数据中心：技术可行≠商业可行.....	5
太空数据中心与地面数据中心成本比较分析.....	5
未知数 X <sub>2</sub> ——AI：自有模型竞争力下滑，算力租赁持续性存疑.....	7
自有大模型掉队，竞争力下滑.....	7
算力收入无刚性保障，持续性存疑.....	8
未知数 X <sub>3</sub> ——星链：市场天花板相对有限，地缘风险不可忽视.....	9
物理特性决定补充定位，市场天花板相对有限.....	9
地缘风险或限制星链的扩张步伐.....	10
走势判断：短期看涨，中期看跌.....	11
短期：情绪与资金驱动，估值延续高位.....	11
中期：盲盒逐一开奖，溢价持续回落.....	11

# 高估值下的低容错率

从人类文明诞生之初，奔赴星海便是刻在基因里的终极夙愿。千百年来，从仰望星河，到奔赴深空，商业航天是一条兼具理想主义与硬核科技的星辰赛道。而 SpaceX 无疑是划时代的开拓者，奠定了全球商业航天的龙头地位。目前公司已形成“航天发射为技术底座、星链通信为现金牛支撑、AI 算力为远期增量”的三级业务布局。

——航天发射服务：2025 年实现营收 40.9 亿美元，占总营收 21.9%，全年净亏损 4.57 亿美元。公司拥有猎鹰 9 号、猎鹰重型、星舰三款运载工具，核心客户以 NASA、美国国防部为主，辅以波音、空客等商业客户，承担国际空间站运输、月球着陆器、国家安全卫星发射等核心任务。火箭助推器重复使用技术构成了行业降维成本优势，综合技术能力超越全球同业。

——星链卫星通信：2025 年实现营收 113.9 亿美元，同比增长 49.8%，占总营收 61%；全年营业利润 44.23 亿美元，营业利润率 38.8%，EBITDA 利润率达 63%，是公司现在唯一实现盈利的业务板块，也是当前核心现金流来源。截至 2025 年末，公司累计发射卫星超 10,000 颗，在轨运营 9,600 颗，全球用户规模达 1,030 万，同比增长 105.9%，服务覆盖 164 个国家，核心需求集中于航空、海事、偏远地区等地面通信盲区场景。

——AI 与算力业务：2025 年实现营收 32 亿美元，占总营收 17%，全年净亏损 63.55 亿美元，处于高强度投入期。核心资产为 Colossus 超级计算机集群，配备 22 万块 GPU，总算力达 3.5 exaflops；远期规划部署低轨 AI 算力节点、建设太空数据中心，当前核心客户包括 Anthropic、谷歌。2026 年 2 月，马斯克推动 SpaceX 与旗下 xAI、X 平台完成合并。

**期权式定价透支远期预期。**2026 年 6 月 12 日，SpaceX 正式登陆纳斯达克，上市首日收盘价 161 美元，较 135 美元的 IPO 发行价上涨 19%，总市值突破 2.1 万亿美元，对应 2025 年市销率超 100x（SpaceX 2025 年总营收 186.7 亿美元、同比增 33%，录得 49.4 亿美元净亏损），远超行业平均水平。我们认为 SpaceX 的定价逻辑更接近远期期权定价，市场将太空赛道的终极想象、技术迭代的最优结果等乐观情景全部计入当期定价，估值预期打满，容错率极低，而实际上 SpaceX 这场对于星际蓝图的探索仍包含着多个未知数 X。

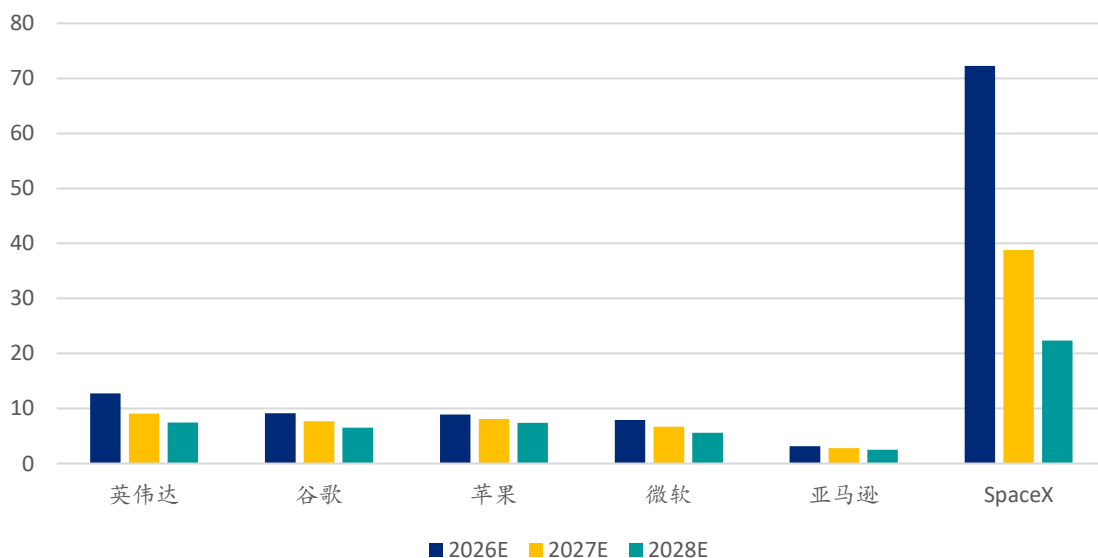
未知数 X<sub>1</sub>: 轨道数据中心等太空新场景——技术、成本、商业化等存在多重未知，是估值中最缥缈、溢价最高的部分；

未知数 X<sub>2</sub>: AI 算力租赁业务——行业周期红利与客户自建趋势的博弈，短期业绩明确但长期可持续性存疑；

未知数 X<sub>3</sub>: 星链与发射核心业务——物理特性决定需求天花板相对有限，星链作为公司现金牛业务，成长属性正在消退。

当前股价水平上本质是为这三大未知数提前支付了确定性的价格，它要求每一个“盲盒”都开出最优结果：星舰能否如期完成？星链 V3 能否按计划批量部署？太空数据中心能否商业化落地？后续任何一次星舰试飞波动、亏损超预期，都可能成为估值回调的导火索。

图表 1: 全球科技巨头 P/S 比较



注：E=Visible Alpha 预测；数据截至 2026 年 6 月 17 日  
资料来源：Visible Alpha、浦银国际

# 未知数 X<sub>1</sub>——太空数据中心:技术可行 ≠商业可行

太空数据中心等远期太空场景，是支撑万亿估值最核心的宏大叙事，也是不确定性最高的一点。技术可行与商业可行之间存在巨大鸿沟，规模化落地需技术、成本、商业多重前置条件同步达成。当前市场直接将终极蓝图的价值计入当期市值，但未充分计价各环节的落地风险，整体容错空间小。

## 太空数据中心与地面数据中心成本比较分析

当前全球 AI 算力需求爆发式增长，地面数据中心面临电力、土地、散热等多重约束，轨道太空数据中心作为远期替代方案受到行业关注。马斯克勾勒了轨道 AI 计算平台的设想，试图利用稳定的太阳能资源与真空环境下的辐射散热能力，来缓解地面数据中心的能源与散热压力，但目前这个设想离落地尚有不短的距离。

这两类数据中心的成本存在本质区别：地面数据中心重土建与持续能源支出，太空数据中心重发射与硬件平台一次性投入。资本开支方面，根据 Luminix AI 研究，同等算力功率下太空数据中心的初始建设成本为地面的 2~3 倍，差异主要在于发射成本和航天级硬件（抗辐射芯片、航天级太阳能板等）。运营开支方面，地面数据中心持续高能耗支出，太空数据中心前期投入大但理想状况下运营边际成本极低，尤其是在能源与散热方面。

根据 SemiAnalysis 测算，目前同等 GPU 集群太空部署成本是地面的 3.6 倍。全周期维度太空数据中心成本仍显著高于地面，但差距随周期拉长或将有所收窄。太空数据中心能否实现与地面的成本平价，核心取决于发射成本、算力密度和在轨寿命等变量，其中发射成本是最核心的制约因素。

首先，星舰的商业化落地是建设太空数据中心的核前前提，星舰需实现极致低成本高频复用。作为人类历史上推力最大的运载火箭，星舰的设计目标为近地轨道 100 吨级载荷，理想情况下，发射价格可从当前每公斤千美元级别降至数百美元级别，理论上为太空制造、轨道算力等场景打开成本空间。而目前星舰共发射 12 次，取得 6 次成功、2 次部分成功和 4 次失败。

其次，单位重量的算力密度直接决定发射成本的摊薄效果。当前算力密度约 20~30kW/吨，若提升至 60~100kW/吨，单位算力的发射成本可下降一半以上。这是仅次于发射成本的关键变量。

最后，当前卫星设计寿命通常为 5~8 年，若通过抗辐射技术、冗余设计将寿命延长至 10~12 年，可大幅降低补发替换的周期成本。

若星舰完全复用、实现发射成本 100 美元/公斤以下，同时算力密度、在轨寿命大幅提升，我们认为太空数据中心的全周期成本有望在 2040 年前后接近甚至低于地面高成本地区的数据中心，但这仍高度依赖航天技术的突破进度，当前尚不具备现实性。

**图表 2：地面数据中心和太空数据中心投资成本对比**

成本类目	地面智算中心 (1MW)	太空智算中心 (1MW)	成本差异与工程解析
核心算力硬件	1.5 亿美元	2.25-4.5 亿美元	太空环境不仅包含同等规模的 GPU 芯片与网络设备，还需额外承担极其昂贵的航天级抗辐照加固 (Radiation Hardening)。
基础设施/平台	0.146-0.236 亿美元	0.3-0.55 亿美元	地面涵盖土地、配电柜、液冷机房与柴油发电机；太空涵盖上千吨的巨型柔性太阳能帆板阵列、液氮辐射散热板及卫星姿控主平台。
运输/发射费用	较低 (常规物流)	0.126 亿美元	按星舰中期价格预估 (300 美元/公斤)，重量 42,000kg 估算。
初始总投资估算	1.66-1.73 亿美元	约 2.676-5.176 亿美元	太空数据中心的建设成本远超地面同等规模中心。每 1 美元的有效算力投资，在太空中需要再附加超过 1 美元的“引力税”与“基建税”。

资料来源：Luminix AI、浦银国际

# 未知数 X<sub>2</sub>——AI: 自有模型竞争力下滑, 算力租赁持续性存疑

AI 算力是公司目前确定性较高的增量业务。短期来看, GPU 产能紧缺下的算力租赁红利真实存在, 营收贡献明确; 但长期来看, 算力租赁具备强周期属性, 供需格局反转的速度往往快于市场预期, 大模型头部厂商 IPO 后自建算力是必然趋势, 当前市场将阶段性红利按永续增长定价, 同时忽略了自有 AI 模型掉队带来的估值逻辑下沉, 溢价存在明显高估。

## 自有大模型掉队, 竞争力下滑

市场最初对 xAI 的定价叙事是“自有大模型+算力集群”的垂直闭环, 享有 AI 模型业务的高估值溢价。但从当前进展看, Grok 系列模型在全球主流大模型评测中已跌出第一梯队, 与 Claude、GPT 系列的性能差距持续拉大。收购 Cursor 一定程度上弥补了其代码能力短板, 但对 xAI 整体模型实力提升仍有待观察。自有模型竞争力不足, 直接导致公司 AI 板块的估值逻辑从“AI 大模型”向“算力租赁”下沉, 估值中枢将大打折扣。

图表 3: 全球大模型厂商能力排名

厂商	前沿模型	Intelligence Index	上下文窗口	综合价格 (USD/1M Tokens)
Anthropic	Claude Fable 5 (with fallback)	60	1M	\$7.70
OpenAI	GPT-5.5 (xhigh)	55	922k	\$4.35
Z AI	GLM-5.2 (max)	51	1M	\$0.90
Google	Gemini 3.5 Flash	50	1M	\$1.31
Alibaba	Qwen3.7 Max	46	1M	\$1.43
MiniMax	MiniMax-M3	44	1M	\$0.22
DeepSeek	DeepSeek V4 Pro (Max)	44	1M	\$0.18
Meta	Muse Spark	43	262k	--
Kimi	Kimi K2.6	43	256k	\$0.70
Xiaomi	MiMo-V2.5-Pro	42	1M	\$0.18
NVIDIA	Nemotron 3 Ultra	38	262k	\$0.58
xAI	Grok 4.3 (high)	38	1M	\$0.64
Tencent	Hy3-preview	34	256k	\$0.10
InclusionAI	Ring-2.6-1T	31	262k	\$0.52
Mistral	Mistral Medium 3.5	30	256k	\$1.16

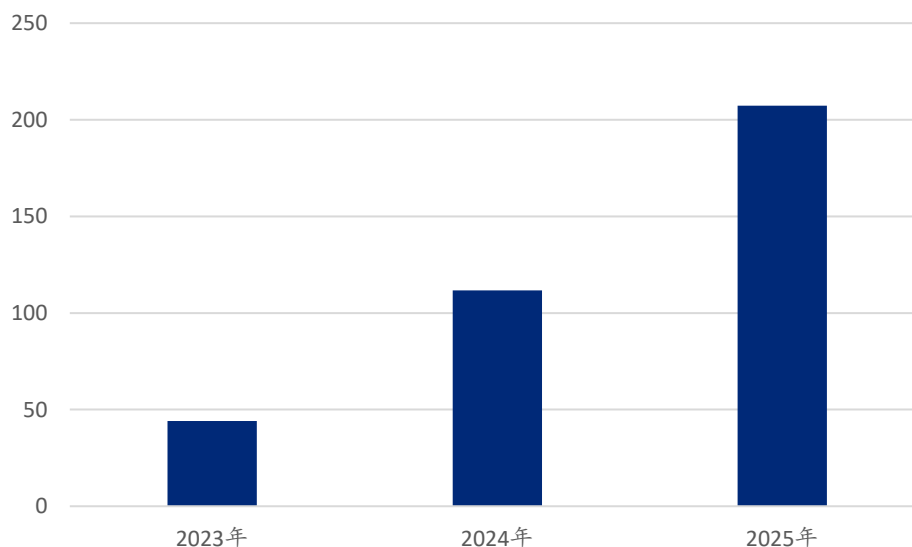
注: 数据截至 2026 年 6 月 18 日; 资料来源: Artificial Analysis、浦银国际整理

## 算力收入无刚性保障，持续性存疑

当前公司 AI 板块最大的外部收入来自头部大模型厂商的算力租赁合作。AI 板块投入也是公司资本开支的重点，2026 年一季度 AI 相关投入占到公司资本开支的 76%。根据 2026 年 5 月 3 日签署的协议，Anthropic 每月向 SpaceX 支付 12.5 亿美元算力租金，协议有效期至 2029 年 5 月；谷歌也签署了每月 9.2 亿美元的同类协议。若两份合同全额兑现，公司 AI 基础设施年化营收可达 260 亿美元以上，这是近期 AI 板块的核心增量。但合同条款存在结构性脆弱：双方均可提前 90 天通知且无违约金终止合作，这与行业常规设置 1-3 年锁定期不同。若 Anthropic 或谷歌等合作方提前终止合作，公司云服务收入将受较大影响。

**Anthropic 下半年 IPO，或加速自建算力进程。**从行业长期趋势看，头部大模型厂商自建算力是确定性方向，也是 Anthropic、OpenAI 将来上市融资后，资金的主要用途之一。根据我们测算，对于千亿级营收规模的 AI 公司而言，自有算力集群的单位使用成本比第三方租赁低 20%-30%，同时能保障数据安全与算力调度优先级，规模效应下具备显著的经济性。SpaceX 与 Anthropic 的合作，本质是 GPU 紧缺周期下的互补性安排。我们预计，Anthropic IPO 募资到位后 1-2 年内，将逐步把核心训练算力转移至自有集群，届时 SpaceX 公司外部算力租赁收入将出现确定性回落。

图表 4：SpaceX 资本开支（亿美元）



资料来源：公司招股书、浦银国际整理

# 未知数 X<sub>3</sub>——星链：市场天花板相对有限，地缘风险不可忽视

星链是公司目前唯一成熟的现金牛业务。2025 年 SpaceX 总营收 187 亿美元，其中星链贡献约 114 亿美元，占比达 61%，全年实现营业利润 44 亿美元，利润率达 39%，盈利质量与现金流稳定性突出。截至 2026 年 3 月，公司运营 9,600 颗低轨卫星，占全球在轨低轨卫星半数以上，叠加配套的猎鹰 9 号火箭垄断全球商业发射市场，SpaceX 已构建起完整的“火箭+星座”产业闭环。但卫星通信的物理特性决定了星链只能作为地面宽带的补充形态，需求天花板相对有限；星链用户结构下沉，导致 ARPU 不断下行。此外，地缘风险也不可忽视，市场拓展空间也因地缘博弈受到压缩。

## 物理特性决定补充定位，市场天花板相对有限

星链的核心价值是填补地面宽带覆盖盲区，而非替代地面宽带，这是由低轨卫星的物理特性所决定的。在人口密集的城市区域，星链无法承载大规模用户，否则会出现严重的拥塞与降速，这决定了其核心客群只能是来自人口密度极低的偏远地区、海事航空及应急通信场景。

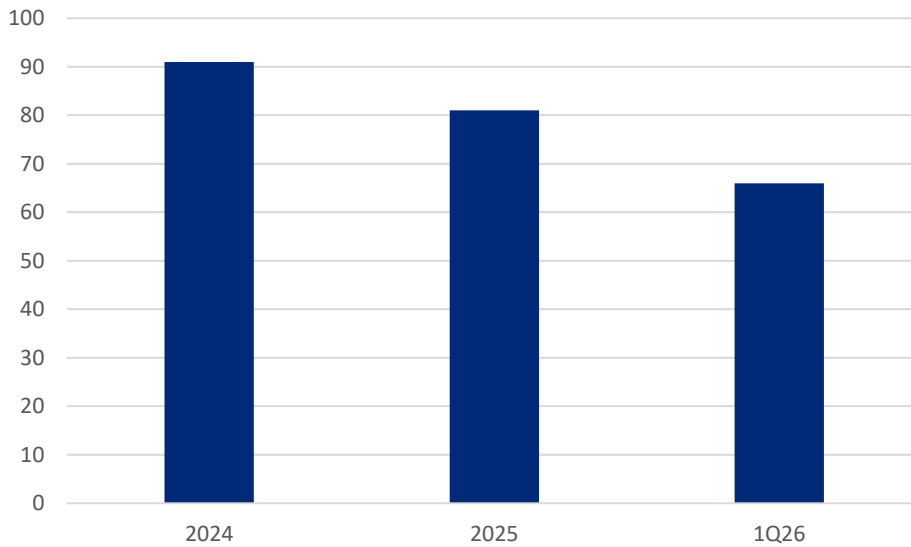
图表 5：星链 vs 地面光纤宽带

对比维度	Starlink (星链低轨卫星)	地面光纤宽带 (Fiber)	核心差异
下载速度	25 Mbps — 220+ Mbps	100 Mbps — 10,000 Mbps	光纤上限极高，且不受天气和用户密度影响；星链速度受头顶卫星过境数量影响。
上传速度	5 Mbps — 20 Mbps	可实现与下载速度对等	光纤采用对等传输。星链受限于终端天线发射功率，上传速度相对较低。
网络延迟	25ms — 60ms (偏远 100ms+)	2ms — 15ms	光纤通过实体线缆传输，延迟极低。星链虽然是低轨 (LEO)，但无线电波往返太空仍有物理延迟。
硬件设备	高昂 (硬件套件约 599 美元)	极低	星链必须购买专属的电子相控阵天线硬件。
每月订阅服务费	中高档位 (55 - 130 美元)	低至中档位 (主流区间在 10 - 80 美元/月)	在地面网络发达地区，光纤的性价比和每 Mbps 单价远优于星链。
覆盖范围与可用性	全球无死角	局限于城市和人口密集区	星链的核心优势，可在光纤未覆盖的偏远地区提供服务。

资料来源：公司官网、中国信通院、浦银国际

用户结构下沉，ARPU 不断下行。星链 2025 年全年 ARPU 同比下降 11%，2026 年第一季度同比再降 23%，从 2024 年的月均 91 美元降至 66 美元。高支付意愿、高价格承受力的核心用户渗透完成后，后续新增用户均来自更低价格带。从早期高付费刚需市场，包括偏远地区、海事航空等高价值 B 端用户，快速渗透至低价区域的大众居民用户，用户结构持续下沉拉低了单客均值。新增用户多为价格敏感群体，定价天花板被持续压低。

图表 6: SpaceX 星链订阅 ARPU 下降 (美元/月)



资料来源：公司资料、浦银国际整理

下一代 V3 卫星单星带宽可达 1Tbps，是 V2 Mini 的 10 倍以上（上行容量更是提升 24 倍），单枚星舰可携带 60 颗 V3 卫星，一次发射即可新增 6.1 万 Gbps 网络容量，是当前猎鹰 9 号单次扩容能力的 20 倍。但 V3 卫星的部署高度依赖星舰的商用进度，而星舰至今未投入正式运营。若星舰实现商业化复用，星链的带宽扩张能力将显著跃升；若项目持续延误，星链的容量升级路径将被显著拖慢。

### 地缘风险或限制星链的扩张步伐

星链属于军民两用设施，地缘政治风险突出，新兴市场拓展存在政策不确定性。由于担忧本国通信、数据主权受制于美方远程管控，部分国家直接禁用星链业务，同时也在大力扶持本土低轨卫星。市场拓展空间长期被大国博弈压缩。此外，高额的本地化合规成本，也持续抬高准入门槛。

# 走势判断：短期看涨，中期看跌

**短期看涨，中期看跌：**公司股价短期由流动性稀缺、指数被动买盘、散户情绪溢价三重力量驱动，基本面不确定性会被市场情绪掩盖，溢价持续扩张；但中期随着盲盒逐一开奖、基本面预期回归、远期溢价逐步消解，估值将回归业绩匹配中枢。

## 短期：情绪与资金驱动，估值延续高位

首先，公司初始流通盘极度稀缺，放大短期价格弹性。本次 IPO 仅向市场释放约 4% 的公众流通股份，剩余 96% 股份由马斯克、核心员工及早期机构持有，其中马斯克个人掌握 85% 投票权，控制权高度集中。极低的流通盘意味着二级市场可交易筹码稀缺，在被动资金和市场情绪的推动下，少量增量资金即可撬动价格大幅上涨，极易形成短期溢价泡沫，同时也存在交易深度不足、波动放大的交易特征。

其次，纳斯达克专项规则松绑，带来确定性被动买盘。纳斯达克为本次 IPO 调整纳指 100 纳入规则，取消原有 10% 最低流通盘要求，开通上市 15 个交易日快速纳入绿色通道，且指数权重计算可按实际流通盘 3 倍折算。这意味着上市后短期，全球数千亿规模的纳指 100 追踪 ETF、指数基金将迎来强制性被动配置需求，形成无差别托底买盘，短期强力支撑股价、压制回撤空间，这是上市初期最核心的利好驱动。

最后，散户配售比例大幅提升，强化短期情绪炒作。本次 IPO 开放 20%-30% 发行份额供散户认购，远高于传统大型 IPO 的 5%-10% 的散户配比，叠加全网高热度、马斯克个人 IP 加持，散户认购资金超千亿美元、获得数倍超额认购。大量散户筹码进场显著抬升市场短期情绪，放大资金博弈热度，形成上市初期的一致性看涨预期。

## 中期：盲盒逐一开奖，溢价持续回落

随着后续关键节点，如星舰商业复用、V3 卫星部署等逐一落地，三大未知数的乐观预期会或有所降温，市场或重新评估业务周期、需求天花板、技术落地等风险对于估值的影响。此外，2026 年下半年 Anthropic、OpenAI 预计将相继 IPO，将从市场抽走数千亿美元的科技股权资金。我们认为资金会更倾向于有确定盈利、清晰商业模式的 AI 龙头。相对而言，SpaceX 的高溢价或面临流动性收紧带来的估值压缩。展望未来，星舰商业化、太空数据中心上线、月球基地运营、火星殖民地建立……每一个阶段性目标都充满挑战，任重而道远。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团—浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(智谱 2513.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com

852-28086469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 张帆

vane\_zhang@spdbi.com

(852)28086467

### 浦银国际证券有限公司

SPDBInternationalSecuritiesLimited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

