



计算机行业研究

买入（维持评级）

行业研究
证券研究报告

计算机组

分析师：刘高畅（执业 S1130525120005）

liugaochang@gjzq.com.cn

国产大模型迎来新一轮投资期

行业观点

Anthropic IPO 在即，大模型迎来二级市场定价关键节点。Anthropic 于 2026 年 6 月递交 S-1 草案，5 月 Series H 融资后估值已达 9650 亿美元，超过 OpenAI 同期水平，市场预期其登陆纳斯达克时目标估值可达 2 万亿美元。Anthropic 年化收入运行率从 2025 年末约 90 亿美元跃升至 2026 年 7 月约 650 亿美元。公开市场最终将通过收入增速、利润率及现金流验证高估值的合理性，对国内厂商而言，这一事件的核心意义在于提供了定价的参照样本，同时持续的 ARR 增长与改善的单位经济性是支撑高估值叙事的核心逻辑。

国产头部模型密集迭代，高参数 MoE+后训练强化双线并进。月之暗面 Kimi K3 以 2.8T 总参数成为全球首个开源 3T 级模型，阿里 Qwen3.8-Max 以 2.4T 参数跟进，确认稀疏 MoE 架构为新一代旗舰主流路径；DeepSeek V4 Pro 将 1.6T 基座升级为正式 GA 版本，智谱 GLM-5.3 则选择不堆参数，通过后训练在编程与安全评测中逼近甚至局部超越 Anthropic Mythos 5 与 OpenAI GPT-5.6 Sol。MiniMax H3 将开放权重延伸至视频生成，同时并行开发 2.7T 语言模型。整体而言，国内开源模型已在参数规模与长上下文配置上基本补齐对海外封闭前沿模型的差距，后训练正成为新的差异化竞争引擎。

国产模型商业化加速，数百亿级融资指向算力扩张与前沿研发。智谱通过港股配售募资约 314 亿港元，约 55%投向基础模型与智能体研发；MiniMax 同步完成配售及零息可转债合计约 160 亿港元，约 80%用于 AI 基础设施及研发；DeepSeek 完成首轮外部融资超 500 亿人民币，投后估值近 3,500 亿元，国家人工智能产业投资基金、腾讯及宁德时代为主要出资方；月之暗面 Series F 轮超募至 35 亿美元、投后估值 350 亿美元，G 轮/Pre-IPO 目标投前估值 500 亿美元。国产模型能力提升与商业化共振，顺利融资为后续模型训练迭代以及推理算力扩张储备了充足弹药。

相关标的

- **大模型&云：**智谱、MiniMax、阿里巴巴、腾讯控股、金山云、百度集团、优刻得、首都在线、网宿科技、云赛智联、青云科技等。
- **海外算力：**东山精密、工业富联、胜宏科技、江海股份、中际旭创、中钨高新、蓝思科技、东阳光、火炬电子、三环集团、欧科亿、天孚通信、鼎泰高科、新易盛、领益智造、兆易创新、鹏鼎控股、唯科科技、天岳先进、大普微、源杰科技、麦格米特、景旺电子、英维克、京东方等；英特尔、SK 海力士、Lumentum、闪迪、铠侠、美光。
- **国内算力：**寒武纪、海光信息、长鑫科技、东阳光、利通电子、中芯国际、华虹半导体、华达科技、摩尔线程、天数智芯、沐曦股份、壁仞科技、协创数据、禾盛新材、华丰科技、杰华特、京基智农、中科曙光、浪潮信息、利扬芯片、胜蓝股份、华勤技术、国科微、中国长城、晶科科技、罗曼股份、盈峰环境、芯原股份、晶科科技、亿田智能、豫能控股、星环科技、鸿日达、盛视科技、神州数码、润泽科技、大位科技、润建股份、奥飞数据、瑞晟智能、科华数据、潍柴重机、欧陆通、杰创智能、奥尼电子。
- **AI 应用：**达梦数据、深信服、卓易信息、星环科技、广立微、绿盟科技、网宿科技、海天瑞声、合合信息、德才股份、美年健康、真爱美家、中控技术、迈富时、金蝶国际、康众医疗、用友网络、聚水潭、阜博集团、范式智能、汇量科技、金山办公、奔图科技、中国软件

风险提示

- 行业竞争加剧的风险；技术研发进度不及预期的风险；特定行业下游资本开支周期性波动的风险。



内容目录

一、Anthropic IPO 在即，全球 AI 估值锚重塑	3
1.1 ipo 进程	3
1.2 对国内市场的传导逻辑	3
二、国产模型迈入 3T 时代，后训练双线并进	3
2.1 Kimi K3——全球首个 3T 级开源模型	4
2.2 Qwen3.8-Max 跟进	4
2.3 DeepSeek V4 Pro——1.6T 基座正式版	4
2.4 智谱 GLM-5.3——不堆参数，靠后训练突破	4
2.5 MiniMax 动态	5
三、国产模型商业化与融资加速	6
3.1 商业化进展	6
3.2 四家头部厂商 2026 年融资/配售梳理	6
3.2.1 智谱：港股配售约 314 亿港元	6
3.2.2 MiniMax：配售+零息可转债合计 160.41 亿港元	6
3.2.3 DeepSeek：首轮外部融资超 500 亿人民币，估值近 3300-3500 亿人民币	7
3.2.4 Kimi（月之暗面）：F 轮超 35 亿美元，投后估值 350 亿美元	7
四、相关标的	7
五、风险提示	8

图表目录

图表 1：Anthropic 年化收入运行率增长	3
图表 2：2026 年 7 月中-8 月中国产模型发布节奏时间线表	3
图表 3：Deepseek 4 个月路径：从预览到通用再到重新定价	4
图表 4：不同投入水平下的智能体编程表现	5
图表 5：网络安全评测	5
图表 6：智谱及 Minimax 2025 财务数据	6



一、Anthropic IPO 在即，全球 AI 估值锚重塑

1.1 ipo 进程

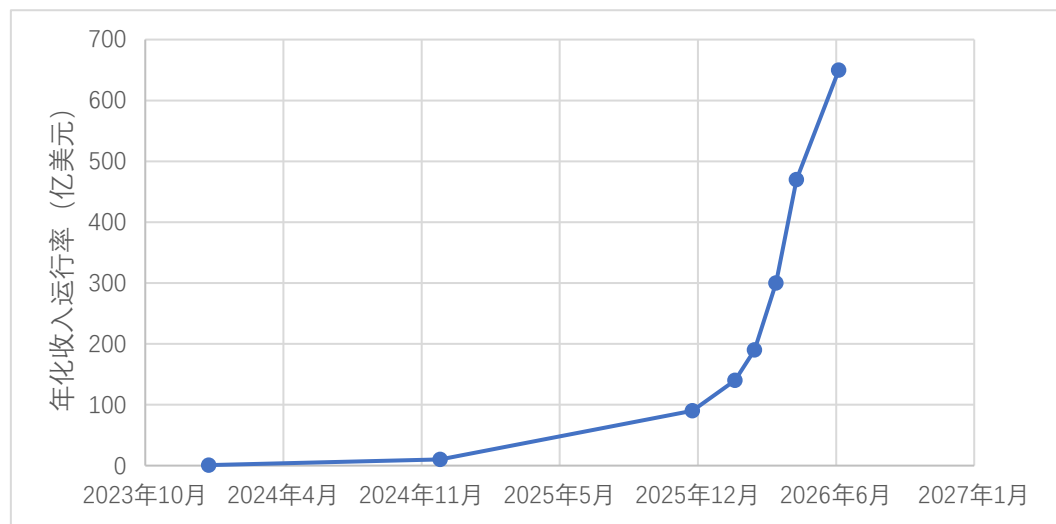
2026 年 6 月 1 日，Anthropic 宣布已向美国证监会机密递交 Form S 1 草案，确认启动赴美 IPO 的正式流程，这意味着公司从“传闻阶段”进入受监管的信息披露阶段。在此之前，Anthropic 于 5 月完成了规模达 65 亿美元的 Series H 融资，投后估值为 9650 亿美元，超过 OpenAI 同期约 8520 亿美元的投后估值。援引投资人判断，Anthropic 有望在 10 月窗口登陆纳斯达克，基于年化收入由约 470 亿美元向 1000 1200 亿美元跃升的假设，目标估值可达 2 万亿美元。

1.2 对国内市场的传导逻辑

Anthropic IPO 对国内市场的意义，在于提供“私募定价向公开市场定价迁移”的观察样本，而非直接抬高国产模型估值。私募融资中的高估值主要反映机构投资人对未来收入和算力投入的预期，IPO 后则需要通过招股书和持续财报接受收入、利润率、现金流及资本开支的验证。若公开市场最终认可其高估值，国内模型厂商可能获得新的估值参照。

商业模式能否支撑高估值，关键在于 ARR 增速是否具有持续性。Anthropic 年化收入运行率已由 2025 年末的约 90 亿美元升至 2026 年 5 月超过 470 亿美元，7 月底进一步达到约 650 亿美元。但运行率是将短期收入外推至全年，并不等同于已确认收入，因此，市场需要进一步判断高速增长能否覆盖训练和推理成本。对国内厂商而言，参数规模和算力投入只能构成估值故事的起点，持续的 ARR 增长、可重复的企业付费和改善中的单位经济性，才可能支撑“高估值 高投入”叙事，并完成从私募估值到公开市场定价的映射。

图表1：Anthropic 年化收入运行率增长



来源：VentureBeat，国金证券研究所

二、国产模型迈入 3T 时代，后训练双线并进

7 月中到 8 月中，国内头部通用模型厂商密集推出旗舰版本，包括月之暗面的 Kimi K3、智谱的 GLM 5.3、阿里的 Qwen3.8 Max、DeepSeek 的 V4 Pro 以及 MiniMax 的 H3，多数同时开放或承诺开放权重，形成“高参数 MoE + 后训练强化”双线并进的新阶段。其中，Kimi K3 和 Qwen3.8 Max 在总参数上首次逼近乃至进入 3T 级别，DeepSeek V4 Pro 和 GLM 5.3 则在保持基座参数基本稳定的前提下，通过架构优化和后训练 scaling 提升长上下文推理与编程能力，MiniMax H3 则把开放权重路线延伸到视频生成领域。总体而言，参数空间继续扩张，算力效率与后训练权重显著上升。

图表2：2026 年 7 月中-8 月中国产模型发布节奏时间线表

发布时间	模型	厂商	核心规格
7月16日	Kimi K3	Moonshot AI	2.8T MoE / 1M上下文 / 104B激活
7月31日	MiniMax H3	MiniMax	文本/图像/视频/音频→视频+立体声 / 2K / 最长15s
8月3日	Qwen3.8-Max	阿里巴巴/Qwen	2.4T MoE / 1M上下文 / ~95B激活
8月13日	DeepSeek V4 Pro GA	DeepSeek	1.6T MoE / 1M上下文 / 49B激活 / MIT开源
8月14日	GLM-5.3	Z.ai (智谱)	743B MoE / 1M上下文 / ~40B激活



来源：国金证券研究所

2.1 Kimi K3——全球首个 3T 级开源模型

月之暗面在 7 月 16 日发布 Kimi K3，并在 7 月 27 日按承诺将完整权重上传 Hugging Face，成为全球首个开放 3T 级模型和目前参数规模最大的开放权重模型。技术规格上，K3 采用稀疏 MoE 架构，总参数为 2.8T，路由管理 896 个专家，其中每个 token 实际只激活 16 个专家，约对应 104B 激活参数，通过 Stable LatentMoE 使训练和推理保持稳定。模型在注意力机制上引入 Kimi Delta Attention (KDA) 与 Attention Residuals 的组合，并在官方报告中宣称在 100 万 token 上下文下推理速度较上一代 Kimi K2 提升约 6.3 倍，整体 scaling 效率提升约 2.5 倍，从而在长上下文编码、知识工作和复杂推理场景展现出接近国际领先闭源模型的能力。

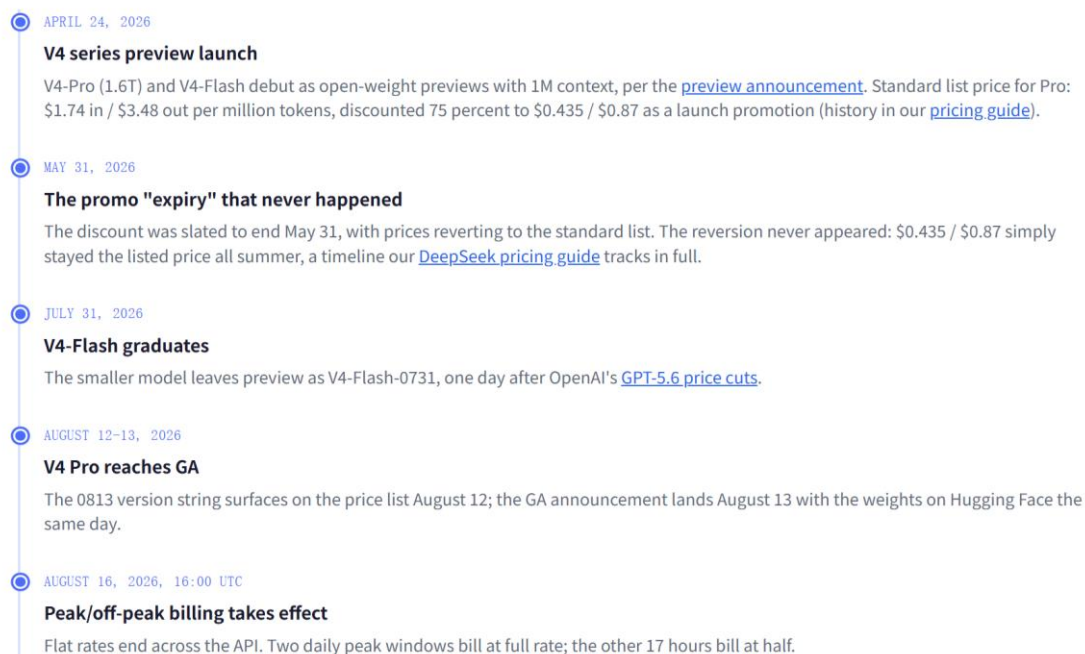
2.2 Qwen3.8-Max 跟进

紧随 Kimi K3 之后，阿里在 8 月 3 日正式上线 Qwen3.8 Max 并在 8 月 12 日开放权重，将此前在 QwenCloud 预览的旗舰模型转为全面可用，并同步公布了完整的基准测试和定价体系。Qwen3.8 Max 采用稀疏 MoE 架构，总参数为 2.4T，每个 token 激活约 95B 参数，支持约 100 万 token 上下文，并原生接受文本、图像和视频输入，作为 Qwen 系列迄今能力最强的通用模型，进一步确认大参数稀疏 MoE 已成为新一代旗舰模型的主流路径之一

2.3 DeepSeek V4 Pro——1.6T 基座正式版

DeepSeek V4 系列在 4 月开启预览，7 月发布小型 V4 Flash 并开放权重后，终于在 8 月 13 日窗口将 V4 Pro 0813 从预览升级为正式 GA 版本，统一在 API、网页和应用端对外提供，并在同一天开放 MIT 许可权重。官方规格显示，V4 Pro 采用稀疏 MoE 架构，总参数为 1.6T，每个 token 激活约 49B 参数，支持 100 万 token 上下文和最高约 38.4 万 token 输出，同时提供不同推理强度模式与原生 Responses API 支持，主打长上下文推理、深度编程和智能体工作流。在发布节奏上，V4 Pro 正式版与 GLM 5.3 处于同一周窗口，配合此前的 Kimi K3 和 Qwen3.8 Max，使国内“开源稀疏 MoE 大模型三巨头”都在夏季完成旗舰版本迭代并开放权重，从而在技术与生态层面基本补齐了对海外封闭前沿模型的参数规模与长上下文配置。

图表3：Deepseek 4 个月路径：从预览到通用再到重新定价



来源：Tech Jacks Solutions，国金证券研究所

2.4 智谱 GLM-5.3——不堆参数，靠后训练突破

智谱的 GLM 5.3 延续了 GLM 5.2 的基座架构，主要通过后训练和任务环境优化提升模型在编程、终端操作及智能体任务中的表现，而非进一步增加基座参数规模。现有技术资料显示，GLM 5 系列基座采用约 7,4xx 7,5xx 亿参数的稀疏 MoE 架构，单次激活约 40B 左右参数，



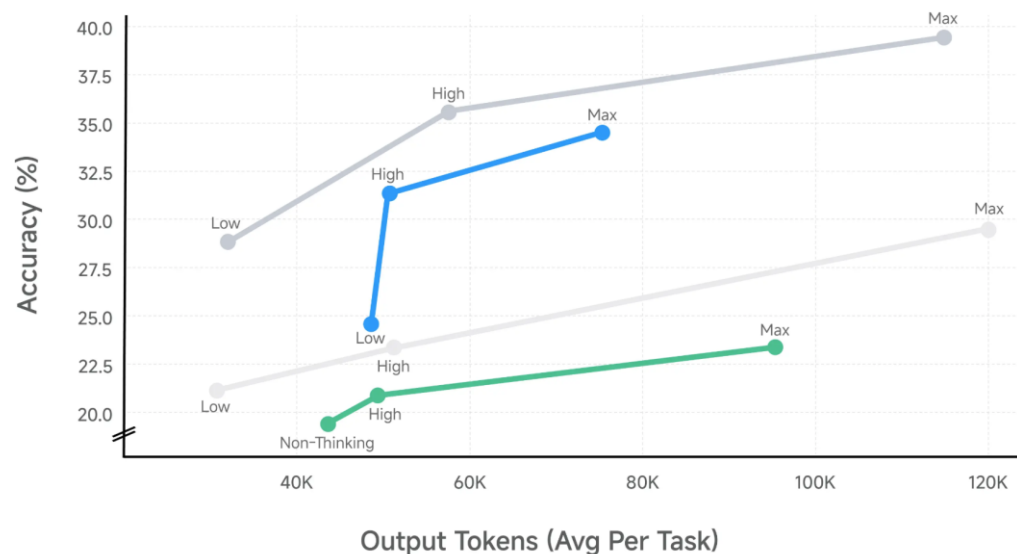
支持 100 万 token 上下文，GLM 5.3 在此基础上通过扩大后训练数据、延长任务长度和强化学习环境，对编程和安全相关任务进行针对性优化。智谱内部评测称，在 Z.ai Code Bench 内部编码评测中，GLM 5.3 相比 GLM 5.2 能力提升约 50%，并在 CyberGym 漏洞发现与验证基准上达到 84.5%，略高于 Anthropic 的 Mythos 5 (83.8%) 和 OpenAI 的 GPT 5.6 Sol (83.6%)。这组结果表明，在一定参数规模下，通过后训练数据、任务设计和反馈机制的扩展，国产开放权重模型可以在特定垂直任务上逼近甚至在局部指标上略超前沿封闭系统，后训练成为新的增长引擎。

图表4：不同投入水平下的智能体编程表现

Agentic Coding Performance by Effort Level

Z.ai Code Bench v1.0, evaluated on Claude Code 2.1.207

GLM-5.3 GLM-5.2 Claude Fable 5 Claude Opus 4.8

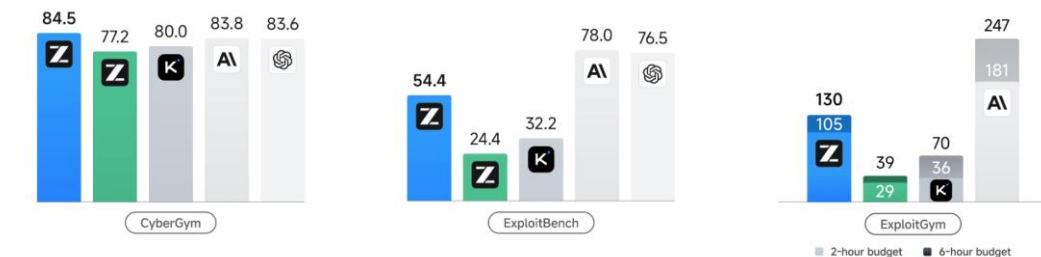


来源：Z.ai，国金证券研究所

图表5：网络安全评测

CyberSecurity Evaluation

GLM-5.3 GLM-5.2 Kimi K3 Mythos 5 GPT-5.6 Sol



来源：Z.ai，国金证券研究所

2.5 MiniMax 动态

MiniMax 在 7 月 31 日推出 H3 视频生成模型，该模型能够在统一架构下处理文本、图像、视频和音频输入，并生成最长 15 秒、2K 分辨率且带原生立体声的视频，支持编辑现有内容和跨视频动作迁移，并计划在发布后不久开放权重，将开放权重路线延伸到视频生成这一此前多由封闭模型主导的领域。

此外，MiniMax 正在并行开发一款 2.7T 参数规模的语言模型，意在在通用大模型维度补齐与国内其他头部厂商在参数空间上的差距。从竞争格局看，MiniMax 以 H3 在多模态视频生成和全球化产品化方面加速布局，且有望推出更大规模语言模型，使其在“开放权重+多模态+海外商业



化”三条线上与 Kimi、DeepSeek、智谱和 Qwen 构成更为均衡的竞争结构，值得持续跟踪其后续在参数规模和开放生态上的具体进展。

三、国产模型商业化与融资加速

2026 年下半年，头部国产模型厂商在收入和 ARR 上持续放量，通过港股配售、股权融资和可转债补充资本，为算力扩张和后训练投入提供资金基础。整体格局呈现出“收入高增但仍亏损、资本开支继续前置”的特征，市场对其估值的持续性正在转向“收入与融资匹配度”的检验。

3.1 商业化进展

2026 年是国产基础大模型商业化兑现阶段性成果的元年。头部厂商收入曲线在 2026 年上半年出现陡峭化拐点，智谱以 5 个月完成 ARR 从 1 亿到 10 亿美元的跨越（Anthropic 同等阶段耗时 15 个月），成为国内首家跨过 10 亿美元 ARR 门槛的基础模型公司；月之暗面 ARR 三个月内实现三倍增长（3 月 1 亿美元→6 月 3 亿美元）并启动 Pre-IPO；DeepSeek 年化收入迈入 5 亿美元量级并启动科创板上市筹备。收入结构同步质变：智谱 ARR 全部来自 API+Coding Plan，月之暗面 API 收入占比超 70%，增长引擎已从 C 端订阅切换至 B 端开发者与企业级调用。

据年报披露，智谱在 2025 年实现收入 7.243 亿元人民币，同比增长 131.9%，其中本地化部署收入约 5.339 亿元，云端 API 收入约 1.904 亿元，仍处于高研发投入下的亏损状态，但毛利率提升至约 41%，API 平台毛利率接近 19%。MiniMax 在 2025 年实现收入 7,903.8 万美元，同比增长 158.9%，其中 AI native 产品收入 5,307.5 万美元，开放平台及企业服务收入 2,596.3 万美元，超过七成收入来自海外市场，显示出其消费产品和开发者平台的全球化渗透能力。

图表6：智谱及 Minimax 2025 财务数据

指标	智谱	MiniMax
营收	7.24 亿元 (+131.9%)	7,904 万美元 (+158.9%)
毛利率	41.00%	25.4% (上年 12.2%)
净亏损	47.18 亿元	亿美元 (调整后)
研发费用	31.80 亿元	2.528 亿美元

来源：Z.ai, Minimax, 国金证券研究所

3.2 四家头部厂商 2026 年融资/配售梳理

2026 年以来，智谱、MiniMax、DeepSeek 和月之暗面相继完成或推进新一轮大额融资，合计募资规模在数百亿人民币乃至数十亿美元级别，体现出在算力价格仍高企、模型迭代节奏加快的背景下，资本市场对国产前沿模型的集中押注。但各家公司融资路径和资金用途存在显著差异：智谱和 MiniMax 依托港股上市平台进行配售和可转债发行，资金用途在公告中被严格限定；DeepSeek 与月之暗面则通过私募轮引入国家级产业基金和大型互联网、硬件厂商，估值迅速抬升，同时加深与国家战略资源的绑定。

3.2.1 智谱：港股配售约 314 亿港元

智谱 (Z.ai) 在 7 月上旬通过加速簿记方式完成一笔大规模 H 股配售，根据路透与公司公告披露，配售价格定在每股 1,588 港元，为当时股价折让约一成，合计发行约 1,978 万股，募集总额约 314.11 亿港元，扣除费用后净额约 313.75 亿港元。公司在配售完成公告及创始人内部信中明确表示，约 55% 资金将投入基础模型研发和长周期任务、智能体、自监督训练、安全治理等前沿方向；约 15% 用于业务拓展、战略投资与并购；剩余约 30% 用于运营资金、偿债和资本结构优化，预计在 2027 年前基本完成资金使用。这一笔配售在规模上显著高于公司 2025 年 7.243 亿元人民币的年收入，反映出资本市场对其作为“公开市场中少数可直接交易的前沿模型资产”的定价溢价，也意味着其未来几年必须在商业化与研发之间维持谨慎平衡。

3.2.2 MiniMax：配售+零息可转债合计 160.41 亿港元

MiniMax 在 7 月中旬宣布同步进行新股配售和零息有担保可转债发行，两项交易互不为条件，合计募集资金约 160.41 亿港元，净额约 159.57 亿港元。公告显示，公司拟配售 3,560 万股新 A 类股份，配售价每股 268 港元，较前一交易日收盘价折让约 9.89%，预计募集约 95.41 亿港元；同时发行本金总额 65 亿港元的零息可转债，初始转换价为每股 335 港元，



较配售价溢价约 12.64%，全面转换后相当于约 1,940.3 万股，占扩大后股本约 5.83%。MiniMax 在用途说明中将约 80% 资金用于加强 AI 基础设施和模型研发，约 10% 用于加快 Harness 等智能体产品的全球商业化，剩余约 10% 用于营运资金和一般企业用途，这与其 2025 年 7,903.8 万美元收入中超过七成来自海外市场的结构相呼应，显示出其融资主要服务于“全球产品+算力扩张”的双重目标。

3.2.3 DeepSeek：首轮外部融资超 500 亿人民币，估值近 3300-3500 亿人民币

DeepSeek 的首轮外部融资在 2026 年 5-7 月间完成，属于目前中国 AI 初创企业中规模较大的单轮融资之一：路透及多家媒体报道，公司计划通过股权与创始人自投合计募资约 500 亿人民币（约 74 亿美元），其中外部投资人出资约 300 亿人民币，创始人梁文锋个人投入约 200 亿人民币，国家人工智能产业投资基金、腾讯和宁德时代为主要出资方。随后，安徽库润在交易所披露的一份投资文件显示，其参投的私募基金以 29 亿元人民币取得 DeepSeek 约 0.8265% 的间接股权，对应投后估值约 3,508.8 亿元人民币（约 518 亿美元），印证此前市场关于“首轮外部融资完成后估值在 3,500-4,000 亿元人民币区间”的判断。由于 DeepSeek 仍为非上市公司，融资细节主要来自媒体和间接监管文件，公司本身尚未发布完整的官方公告，因此上述金额和估值应被视为权威媒体和文件支持的市场信息，而非招股书式的精确数据；但从资金规模和投资人结构看，其已经在资本金体量上接近部分海外前沿模型公司，为 V4 系列和后续算力建设提供了相对充裕的弹药。

3.2.4 Kimi（月之暗面）：F 轮超 35 亿美元，投后估值 350 亿美元

月之暗面（Moonshot AI）在 2026 年 7 月 29 日完成一轮规模显著超出原计划的融资。多家媒体援引知情人士称，该轮融资原定目标 10-20 亿美元，最终募资超过 35 亿美元，投后估值约 350 亿美元，远高于年初约 100 亿美元的估值水平，领投方为中国国家人工智能产业投资基金，部分互联网和产业资本亦参与其中。这轮融资普遍被市场视为公司的 Series F 轮，并与 Kimi K3 的发布节奏相呼应，形成“模型迭代拉动估值再评级”的典型案列。紧接着，Bloomberg 等媒体报道称，月之暗面已经开始筹备新一轮被称为 Series G 或 Pre IPO 的融资，目标投前估值约 500 亿美元，预计作为赴港上市前的最后一轮私募融资，但该轮的募资规模、投资人名单和最终条款尚未由公司正式披露。在收入端，Kimi 的 ARR 从 3 月约 1 亿美元快速爬升至 6 月约 3 亿美元，意味着当前估值对应的市销率仍处于高位；在融资端，国家级产业基金同时出现在月之暗面与 DeepSeek 的股东阵列中，使两家前沿实验室在资本与政策维度上都被纳入同一战略框架，这既提高了其算力与资金安全性，也增加了未来经营和数据治理的外部约束。

四、相关标的

AI 应用：达梦数据、深信服、卓易信息、星环科技、广立微、绿盟科技、网宿科技、海天瑞声、合合信息、德才股份、美年健康、真爱美家、中控技术、迈富时、金蝶国际、康众医疗、用友网络、聚水潭、阜博集团、范式智能、汇量科技、金山办公、奔图科技、中国软件

大模型&云：智谱、MiniMax、阿里巴巴、腾讯控股、金山云、百度集团、优刻得、首都在线、网宿科技、云赛智联、青云科技等。

海外算力：东山精密、工业富联、胜宏科技、江海股份、中际旭创、中钨高新、蓝思科技、东阳光、火炬电子、三环集团、欧科亿、天孚通信、鼎泰高科、新易盛、领益智造、兆易创新、鹏鼎控股、唯科科技、天岳先进、大普微、源杰科技、麦格米特、景旺电子、英维克、京东方等；英特尔、SK 海力士、Lumentum、闪迪、铠侠、美光。

国内算力：寒武纪、海光信息、长鑫科技、东阳光、利通电子、中芯国际、华虹半导体、华达科技、摩尔线程、天数智芯、沐曦股份、壁仞科技、协创数据、禾盛新材、华丰科技、杰华特、京基智农、中科曙光、浪潮信息、利扬芯片、胜蓝股份、华勤技术、国科微、中国长城、晶科科技、罗曼股份、盈峰环境、芯原股份、晶科科技、亿田智能、豫能控股、星环科技、鸿日达、盛视科技、神州数码、润泽科技、大位科技、润建



股份、奥飞数据、瑞晟智能、科华数据、潍柴重机、欧陆通、杰创智能、奥尼电子。

五、风险提示

行业竞争加剧的风险：

模型厂商若竞争加剧可能影响利润率。

技术研发进度不及预期的风险：

模型能力迭代若不及预期可能影响大模型厂商商业化。

特定行业下游资本开支周期性波动的风险：

云厂商、运营商等客户对 AI 服务器与算力基础设施投资力度波动风险。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究