



宏观专题研究报告

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 联系人：陈瀚学

songxuetao@gjzq.com.cn

chenhanxue@gjzq.com.cn

AI 的收能否追得上债务？

近期 AI 融资担忧再起，核心是商业收入能否追上债务与成本的扩张。此前，Coding 能力提升和 Agent 应用扩张，一度缓解市场对投资回报的疑虑，但近期新增应用亮点减少、融资需求继续上升，信用风险重新受到关注。CoreWeave 股债承压，反映市场正依据现金流与资产负债表质量，对云厂商重新进行信用分层，高杠杆新云企业和数据中心开发商对利率及融资条件的变化尤为敏感。

收入增长是维持 AI 投资与融资循环的关键。模型训练和算力建设需要持续投入，融资扩张又增加利息负担，叠加设备折旧，要求商业收入更快兑现。产业链交叉投资、订单抵押和信用担保能够加快扩张，也会放大反向收缩。一旦下游订单减少，压力可能从模型企业传至云厂商，再通过采购和库存调整向芯片、服务器等上游扩散，形成“牛鞭效应”。硬件盈利与估值的持续性，最终仍需软件和应用收入支撑。

前沿模型收入仍在增长，但增长的持续性比规模更重要。OpenAI 收入存在统计口径差异，Anthropic 收入增速放缓，但现金流改善一定程度上缓解了短期资金担忧。Anthropic 现金储备充裕并不意味着长期回报已经稳固，后续仍需观察收入能否覆盖持续增加的算力投入，并转化为利润与现金流。企业客户转向考核投资回报率、按任务难度选择模型，也意味着 Token 用量增长未必带来收入同比例扩张。

收入降速不等于应用需求见顶，技术突破仍可能改变增长路径。Coding、科研和内容生成等场景仍有商业化空间，模型能力也可能出现非线性跃升。判断融资风险，既要观察债务、利率和折旧，也要跟踪新模型、新应用及付费需求，难以将阶段性放缓简单外推。

近期市场更关注资本开支能否形成现金回报。云厂商财报后的股价分化表明，仅有云收入增长尚不足够，产能利用率、订单兑现、利润率和自由现金流同样重要。后续需结合科技企业财报、AI 信用利差、美债利率及中期选举后的地缘局势，判断当前调整将止于估值消化，还是进一步传导至资本开支和产业链盈利。

风险提示

AI 技术与商业化进展超预期；融资条件收紧超预期；地缘冲突与通胀走势超预期。



一、AI 融资担忧再起，高杠杆云厂商信用重估

美国 AI 融资风险近期再次成为市场关注焦点。类似的担忧曾在去年 10 月至今年 1 月持续出现，当时市场主要质疑 AI 企业之间的循环融资、巨额资本开支以及未来回报能否覆盖投入。但到了今年 2—3 月，Coding 能力出现明显提升，Agent 应用快速扩张，市场看到 AI 可能带来更大收入以后，融资风险担忧逐渐下降。近期随着新应用亮点减少、融资规模继续上升，去年曾经讨论过的信用和资本回报问题又重新浮现。

CoreWeave 作为代表性新型云计算企业，率先出现股债双重压力。其股价过去一个月下跌超过 30%，公司当年 4 月发行的一笔债券收益率升至约 15%，价格跌至面值的 79.15%；五年期 CDS 利差超过 1000 个基点，市场定价隐含的五年累计违约概率已经超过 60%。这属于较强的信用压力信号，也说明市场对部分高杠杆新云企业的偿债能力已经产生明显担忧。

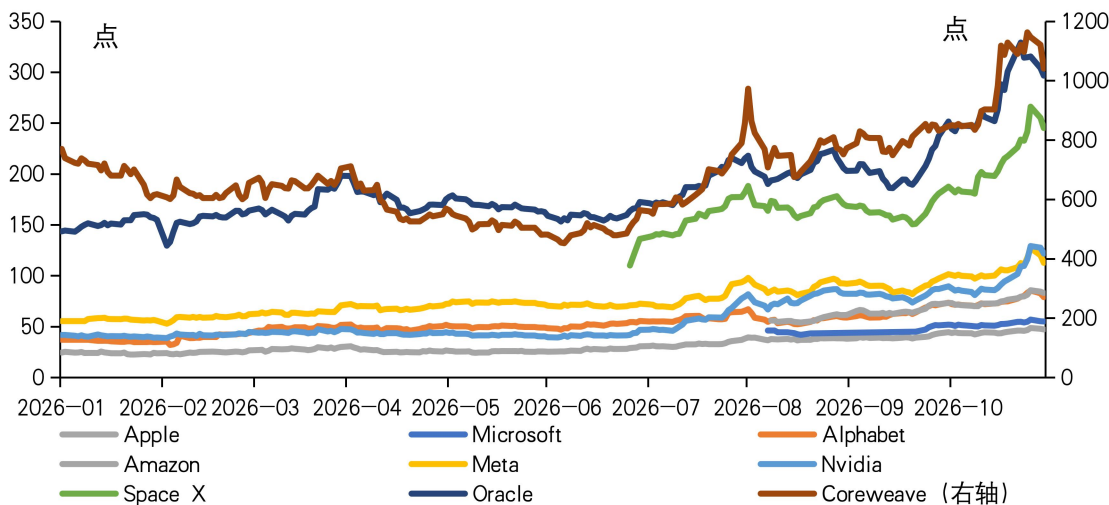
同期，甲骨文五年期 CDS 利差升至 288 个基点，其标普信用评级已于 7 月下调至 BBB-，仅高于非投资级一档。上述变化反映出，市场正在根据现金流和资产负债表质量，对云计算企业重新进行信用分层。

图表 1：截至 10 月 28 日，CDS 隐含的 Coreweave 2031 年到期的无担保高等级票据五年内违约概率仍高达 60%



来源：Bloomberg，国金证券研究所

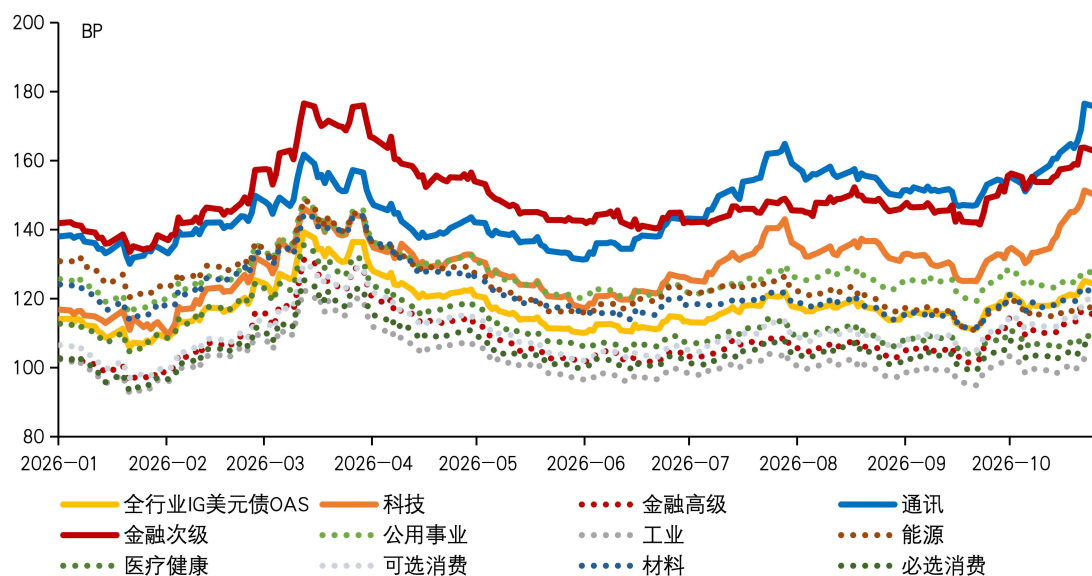
图表 2：自 9 月底以来，弱资质 AI 发行人 CDS 重新走高



来源：Bloomberg，国金证券研究所

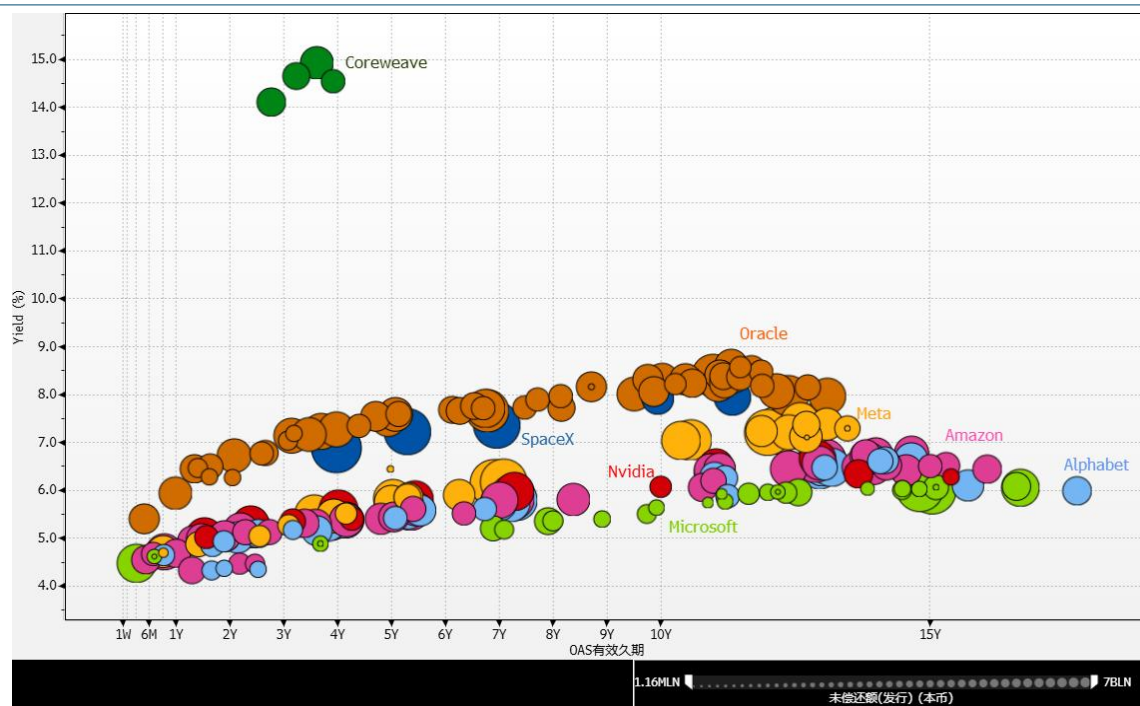


图表 3: 投资级美元债券 OAS 利差持续扩大, 其中科技类、通讯类、金融次级类分别触及 151bp、176bp、164bp



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 4: 从收益率/久期视角, 当前 AI 债券发行人信用分层显著, Coreweave 美元债平均收益率达到约 15%



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

五大美国云厂商今年迄今为止的资本开支已超过 8000 亿美元¹。据彭博统计, 截至 10 月 28 日, 今年全球云计算巨头和数据中心开发商发行了近 3680 亿美元的债券, 是去年同期的六倍多², 已经达到美国当前赤字净融资需求的八分之一以上。而 AI 企业债融资以长期融资为主, 比如 2025 年至 2026 年 8 月期间发行的 AI 投资级债券加权平均期限为 16-17

¹<https://www.ubp.com/en/news-insights/newsroom/financing-the-ai-build-out>

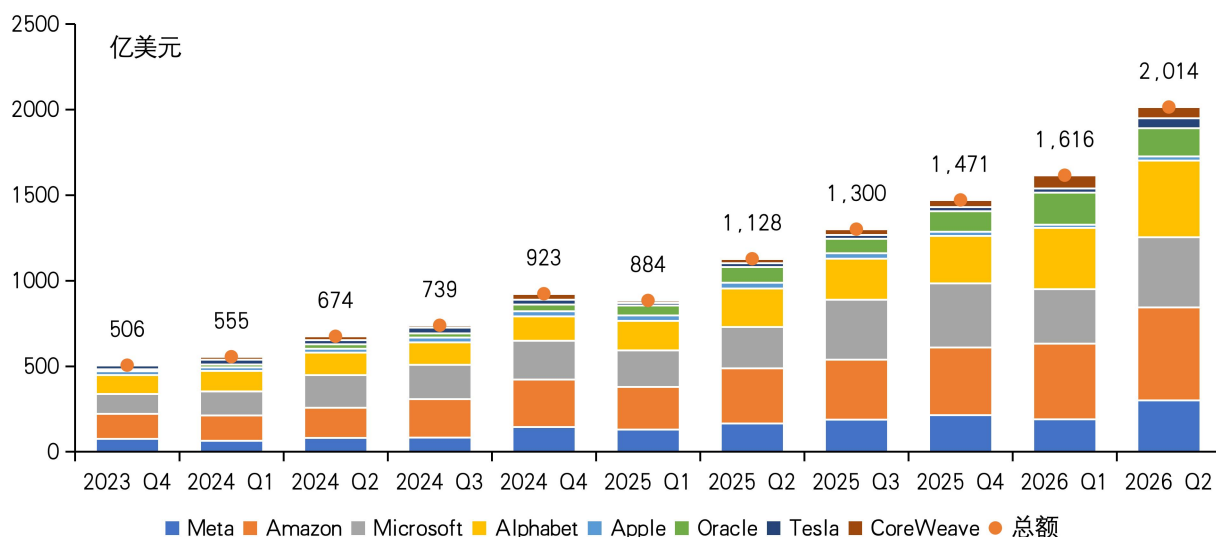
²<https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-10-28/global-bond-sales-shatter-record-fueled-by-ai-borrowing-binge-the-ai-build-out>



年（投资级企业债市场平均期限是 10 年），对美国国债需求形成了明显挤出，成为推动美债实际利率上升的重要力量。

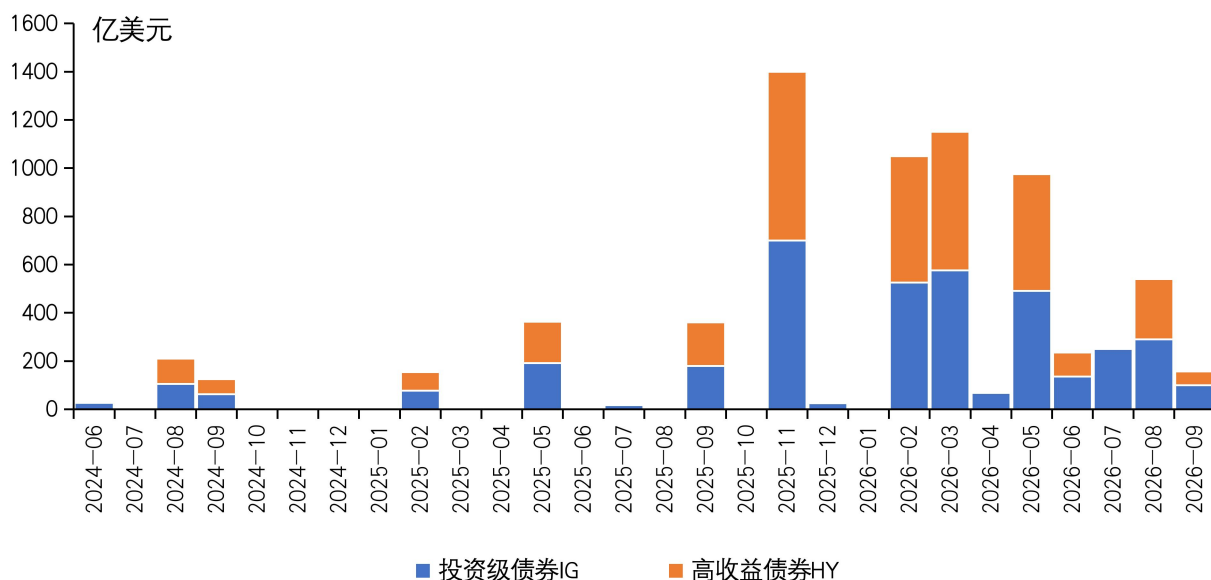
此外，企业还通过表外融资载体筹集资金。根据穆迪和 BIS 统计，今年以来，与表外载体相关的债券和资产支持证券（ABS）发行规模已达 750 亿—1000 亿美元。此外，截至 2026 年年中，主要 Hyperscaler 的数据中心租赁承诺总额达到 1.2 万亿美元，其中约 8200 亿美元对应尚未起租的租约³。虽然不同统计口径下存在一定偏差和估计，但总体说明 AI 产业已经形成非常庞大的跨市场融资体系。

图表 5：美国科技大厂、新云厂商季度资本开支规模（单位：亿美元）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 6：美国主要科技公司月度公开债发行规模（单位：亿美元）



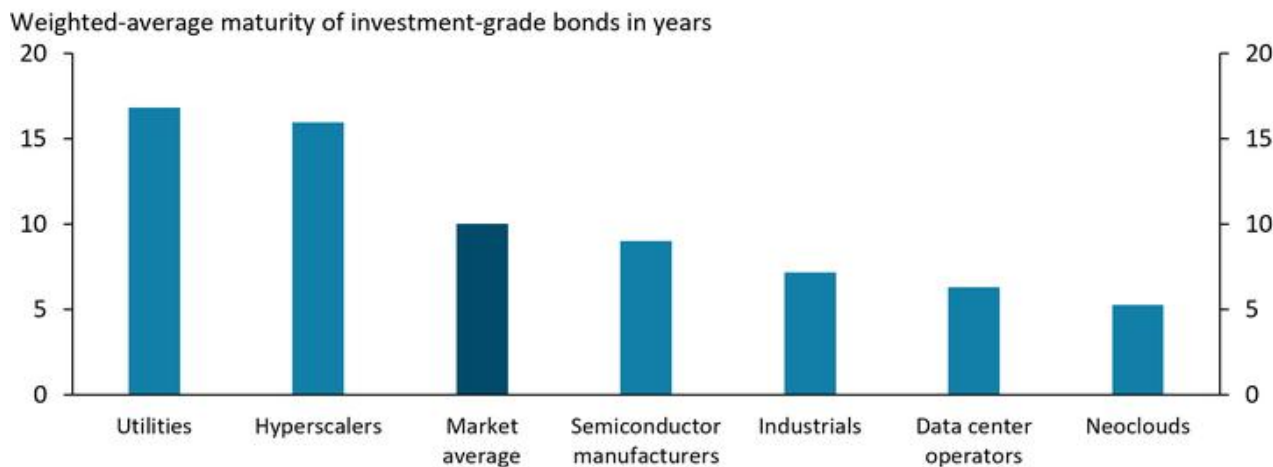
来源：Bloomberg，国金证券研究所

注：图中仅包含苹果、微软、亚马逊、谷歌、Meta、甲骨文、Coreweave 七家公司。

³<https://www.bis.org/publications/bulletin-140-building-ai-credit-structures-and-spillovers.pdf>



图表 7：不同类别发行人发行的投资级企业债加权平均期限（单位：年）



来源：堪萨斯联储，国金证券研究所

当前 AI 产业中对利率和信用条件最敏感的，主要是高杠杆新型云厂商和 AI 数据中心开发商。这些企业大量依靠债务和资产抵押进行融资，抵押资产不仅包括已经建成的数据中心、购买的 GPU，还包括从模型厂商和下游客户获得的长期计算服务订单。企业可以依靠未来订单取得融资，再用融资购买 GPU、建设机房和电力设施，形成持续扩张。

这一融资模式与过去房地产开发存在一定相似性。房地产企业可以通过土地、在建工程以及未来销售预期获得银行开发贷款，AI 数据中心开发商则利用土地、机房、GPU 和长期算力订单获得融资。AI 项目还需要配套建设电厂、电网、冷却系统、建筑和各种设备，因此其中一部分项目开发环节确实具有较强的固定资产融资特征。开发商融资能力取决于订单、抵押资产和资本市场对未来项目收益的信心，类似房地产开发企业依赖土地价值、在建项目和销售预期获得融资。

但 AI 也不能简单类比房地产。房地产长期需求主要取决于人口、家庭形成和城市化率，这些都是变化较慢的变量，而 AI 模型训练与推理能力存在快速提升甚至跨越式突破的可能。一代新模型推出后，能力可能突然提高，迅速创造新的应用和收入，也可能在下一代模型出现之前经历较长时间的缓慢增长。

因此，AI 的“分子”因此不是一个稳定、线性变化的变量，而是可能在一段时间停滞突然实现跃升。融资风险的判断不能只看债务规模和融资成本，还需要观察模型能力和商业收入能否在较短时间内实现新的突破。

二、AI 的收入，堪比“飞轮”的轴

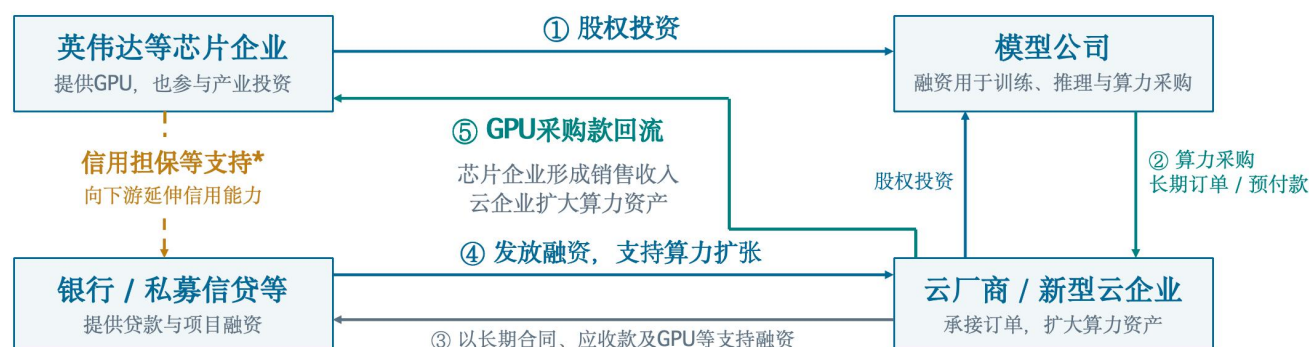
AI 的收入增长之所 是因为当前的 AI 融资体系已经具有明显的飞轮特征——更大规模的模型训练和数据中心建设需要更多融资，融资需求提高又推动长期利率和企业融资成本上升，企业必须取得更快收入增长才能覆盖成本。要获得更高收入，就需要推出更强模型、扩大推理需求和应用范围，而前沿模型能力持续提升又通常需要增加训练投入。由于训练端的直接盈利能力弱于推理端，更多训练投入往往意味着进一步增加融资需求，使投资规模、利息支出和模型研发相互推动。融资需求越大、资金成本越高，对收入增速的要求也越高，整个体系越来越需要依靠模型能力和商业收入持续突破维持运转。

循环融资和信用担保又进一步提高了这一体系的复杂性、放大了波动。英伟达、芯片企业和云厂商向模型公司投资，模型公司随后又将部分融资用于购买这些企业提供的芯片和计算服务。如果从经济实质上看，一笔资金可能在产业链不同企业之间反复流转，并分别形成投资、收入和订单。云厂商再利用这些订单进行抵押融资，扩大 GPU 采购和数据中心建设，从而进一步放大信用创造。近期英伟达还开始通过信用担保等方式帮助部分新型云厂商获得融资，成为“算力央行”，相当于把自身较强的信用能力向下游算力企业延伸。新云企业获得融资后继续购买英伟达 GPU，英伟达获得更多销售收入，但同时也承担部分下游信用风险。这与过去中国地方政府通过信用支持城投平台扩大融资的方式具有相似性。

正向扩张阶段，循环融资和信用担保可以提高投资速度，但如果最终需求低于预期、订单被削减，信用收缩也可能沿着产业链逐层放大。下游云厂商融资出现问题，会影响其 GPU 采购和数据中心开发，随后进一步影响芯片供应商、担保企业和投资方的信用状况。在高杠杆、高周转环境下，正向时信用是加速器，反向时去杠杆同样可能成为放大器。因此杠杆本身具有中性特征，关键在于融资资金是否真正提高生产效率和商业收入。如果资金用于高回报投资，融资能够加速增长；如果主要用于填补亏损和维持低效率项目，高杠杆最终会加大风险。判断融资是否合理，最重要的始终是借来的钱能否形成足够高的未来回报。



图表 8: 算力建设的循环融资与信用担保模式示意图: 产业资本注入模型公司, 采购形成订单, 订单与信用支持进一步撬动融资



来源: 国金证券研究所绘制

与此同时, 即使头部科技公司信用水平较强, 也无法完全摆脱全球利率上升的影响。目前, 微软、苹果等企业债券 5 年期 CDS 价格约 40-60 基点, 谷歌、亚马逊约 70-90 基点, Meta、英伟达约 100-120 基点, 明显低于新型云厂商 Coreweave 等。但随着融资需求不断扩大, 国债基准利率的上升也会提高企业的绝对融资成本, 近期 CDS 上升与其提出约 8250 亿美元的长期资本开支承诺有关。

AI 模型公司收入增长如果低于预期, 云厂商首先会受到影响。模型厂商减少新增订单、调整计算资源使用计划以后, 云厂商产能利用率下降, 已有 GPU 和数据中心面临闲置压力, 资本开支也可能被迫压缩。云厂商减少 GPU 采购以后, 上游芯片、服务器、光模块和电力设备订单也会受到影响; 再向上游传导, 则可能影响半导体设备、材料和关键零部件厂商。这一过程具有典型的“牛鞭效应”: 下游需求下降一部分, 上游为了防止库存积累可能减少更多采购, 而此前根据高增长预期扩张产能的企业, 还要承担新增固定资产和库存成本, 因此上游利润和估值受到的压力甚至可能超过下游。

AI 基础设施至少需要覆盖折旧、利息以及电力、人力和其他运营成本。建筑等长期资产可以按数十年折旧⁴, 服务器及网络设备的折旧年限则明显较短。建筑折旧年限可能达到 20 年, 但 GPU、服务器等设备更新较快, 未来折旧压力会持续累积。中国数据中心建设较快, 乌兰察布等地采用预制钢结构, 部分项目约 6 个月就可以完成建设⁵; 美国则普遍需要一年多到两年, 还受到土地审批、施工劳动力、电网接入以及部分地方要求数据中心自建电源等因素影响⁶。建设时间越长, 融资成本和项目投产时间错配的问题越突出。与此同时, 随着融资规模持续扩大、国债利率和部分企业信用利差上升, 利息成本还会逐年累积。即使电力和日常运营成本相对稳定, 折旧与利息也足以对未来几年 AI 产业利润形成越来越大的要求, 这就要求 AI 赚钱的速度必须跟上融资和折旧增长的速度。

因此, 硬件产业的估值支撑最终需要软件和应用落地。GPU、HBM、光模块等硬件价格上涨既具有周期性, 也可能反过来提高模型训练和 Token 使用成本。如果硬件价格持续上升, 模型调用成本过高, 应用扩张会受到抑制; 应用使用量不足, 又会导致云厂商数据中心利用率下降和后续采购订单减少。当前市场对部分硬件公司即使继续交出超预期财报也没有过去那么积极, 真正需要的是模型公司、软件公司和 AI 应用拿出更强的收入增长证明。硬件产业能否维持之前定价的盈利增长, 最终仍然取决于下游商业化能否持续扩张。

三、OpenAI 与 Anthropic 的近况

AI 收入端的核心变量来自两家前沿模型公司——OpenAI 和 Anthropic 的 ARR 增速。OpenAI 在 9 月底披露的年化经常性收入 (ARR) 约 500 亿美元, 低于此前市场普遍预期的约 700 亿美元。不过, 500 亿与 700 亿之间存在统计口径差异, 主要取决于是否计入云厂商和投资合作方渠道产生、需要分成的收入⁷。如果采用更广口径, OpenAI 年底 ARR 仍然存在接近 700 亿美元的可能。近期 GPT-6、Astra 等模型能力提升, 加上产品降价, OpenAI 部分周度 Token 使用量重新超过竞争对手, 也说明其收入和使用需求仍在扩张。但收入规模越大, 资本市场对后续持续增长的要求也就越高。

⁴<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1101239/000110123926000032/eqix-20251231.htm>

⁵<https://www.huawei.com/en/news/2020/12/huawei-fusiondc>

⁶https://www.ey.com/en_us/insights/engineering-construction/power-delays-reshape-engineering-and-construction-risks

⁷<https://www.investing.com/news/stock-market-news/openais-annualized-revenue-20-billion-less-than-previously-signaled-ft-reports-4939854>



Anthropic 的情况更值得关注。三季度收入约 168 亿美元，环比增长 45%，绝对规模仍在扩大，但较二季度三位数的环比增速明显放缓⁸。更重要的是，三季度增长主要集中在 7 月，8—9 月的月度增速可能已经放缓至个位数⁹，而此前 2—5 月公司对外展示的 ARR 月度复合环比增速超过 30%，这比单季收入数字更易引发市场担忧。二季度 Coding 能力取得突破以后，大型科技和软件客户集中采购模型服务、签订较大订单，形成高基数；到了三季度新增大单减少，竞争对手产品进步和降价又迫使模型厂商降低调用价格，使收入增速难以维持此前水平。

图表 9：模型价格战使两家前沿模型的单位价格显著降低

AI's price war drives token costs lower



Note: Price per million tokens.

Source: Ramp AI Index | K. Kwok | October 15, 2026

Reuters Breakingviews

来源：Reuters，国金证券研究所

Anthropic 收入放缓还与其反蒸馏和安全叙事联系在一起。该公司此前多次强调中国开源模型通过蒸馏获取美国前沿模型能力，并通过提高反蒸馏技术限制相关调用。在解释收入变化时，反蒸馏措施也可能减少部分模型调用量。与此同时，前沿实验室持续强调递归自我改进、生物安全和模型失控风险，客观上能够凸显自身技术领先程度，也可能为收入增速变化提供额外解释。安全确实是需要长期重视的问题，但当企业一边呼吁加强监管、一边继续加大算力投入时，市场也需要区分真实的安全治理和商业竞争策略。

Anthropic 已于 10 月 26 日向 SEC 提交了 S-1（招股说明书）文件，显示公司现金储备仍较为充裕。截至 6 月底，现金及现金等价物与短期投资合计约 1317 亿美元，上半年经营现金流已转正，扣除固定资产购置支出后的自由现金流约 34 亿美元¹⁰。据媒体对公司投资者会的报道，三季度自由现金流也保持为正，一定程度上缓解了市场对其短期资金状况的担忧，招股书披露后，AI 相关股票出现反弹。但现金流改善尚不能证明长期盈利模式已经稳固，未来算力投入仍将带来较大的资金需求。在竞争加剧、模型调用价格下降的背景下，公司能否将需求扩张持续转化为收入和利润增长，并支撑其高估值，仍有待观察。

收入增长的持续性，也是 Anthropic 未来估值的关键。目前市场对于该公司潜在的估值区间为 1.5 万亿—2 万亿美元，部分投资者预计公司年底年化收入可能达到 1000 亿美元¹¹。若以年底 900 亿—1000 亿美元年化收入作为测算情景，2 万亿美元估值对应约 20—22 倍年化收入，1.5 万亿美元则对应约 15—17 倍。因此，估值能否获得支撑，既取决于年底收入规模能否兑现，也取决于 2027 年能否维持较快增长。模型降价、客户用量和季节性变化，都可能影响公司的实际收入。随着上市披露推进，市场将更加关注较高利率环境下的收入增长，以及能否转化为持续利润和现金流的能力。

从大模型的用户整体看，当前模型使用量仍在增加，但人均支出增速已有所放缓。普通用户每月支出达到一定水平后，追加 Token 消费的意愿有限；企业也逐渐从鼓励多用 Token 的“Token Maximization”，转向考核投资回报率（ROI）。员工根据任务难度选择模型——简单的工作使用低成本开源模型，复杂的任务再调用前沿闭源模型。多数日常工作中，模型的能力差异未必足以抵偿价格差距，因此能力提升并不必然带来前沿模型收入的同步扩张。

⁸<https://www.marketscreener.com/news/anthropic-s-q3-revenue-surges-45-to-nearly-17-billion-ce785dd2d08cf221>

⁹<https://www.breakingviews.com/40925ca4af2b/columns/breaking-view/anthropics-2-trln-dream-faces-deflation-trap-2026-10-15/>

¹⁰<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/2130357/000162828026067168/anthropicpbc-sx1.htm>

¹¹<https://finance.yahoo.com/markets/stocks/articles/anthropic-1-draws-reactions-investor-022736245.html>



但收入增长放缓并不意味着 AI 应用需求接近终点。Coding、AI for Science 和 AI 短剧等场景仍有较大的 Token 需求（详见报告：《AI 的替代与创新（2026.10.23）》）。以中国 AI 短剧为例，小团队借助生成式 AI 即可快速完成编剧、导演和制作，每月产出数十部作品，单部爆款的收入可能覆盖多部作品的成本。这说明，AI 仍可通过提高生产效率拓展商业化空间，但具体收入仍需以实际经营数据确认。

四、近期聚焦美股三季报、中期选举与美债走势

眼下仍是美国科技企业的密集财报窗口。云厂商需要向市场证明资本开支仍然具有合理回报，尤其是云业务毛利率、数据中心产能利用率、已签订单兑现和未来资本开支纪律。即使 GPU、光模块等硬件企业财报继续超预期，如果软件和应用没有带来新的商业化进展，也很难单独支撑此前较高的估值。市场因此会更加关注企业是否能够用足够清晰的利润表、利用率和收入增长指引证明此前的大规模投入是合理的。

眼下仍是美国科技企业的密集财报窗口。云厂商需要向市场证明资本开支仍然具有合理回报，尤其是云业务毛利率、数据中心产能利用率、已签订单兑现和未来资本开支纪律。谷歌与微软最新财报后的股价分化，正体现了这一变化。

谷歌第三季度云业务收入同比增长 103%，达到 307 亿美元，但强劲的云增长未能抵消广告业务不及预期与现金流恶化的影响。公司当季自由现金流约为-91 亿美元，且预计 2027 年资本开支仍将显著增加¹²。但谷歌股价盘后一度下跌约 10%，市场担忧的不只是投入规模，还包括 AI 搜索对传统广告变现的影响：用户使用量增长，能否同步转化为更高收入与现金回报¹³。

相比之下，微软 Azure 同期收入同比增长 48%，自由现金流达到 186 亿美元，明显高于预期，并预计下一季度 Azure 收入按固定汇率增长 49%—50%，股价盘后上涨逾 3%¹⁴。两家公司都实现了较快的云增长，但微软提供了更有力的现金回报与后续增长证据。

由此看，即使 GPU、光模块等硬件企业财报继续超预期，若软件和应用端缺乏新的商业化进展，仍难以单独支撑产业链此前较高的估值。市场需要看到订单持续兑现、盈利能力改善，以及扣除大规模投入后仍能形成的现金回报。

近期避险资产的表现也值得区分。美国长期国债收益率重新回落至 5% 以下，而黄金没有同步出现明显上涨，说明投资者当前可能更担忧 AI 相关股票估值和融资条件，尚未全面转向对 AI 产业长期前景的否定。美国国债可以直接受益于风险资产回调和资本开支预期降温，黄金则同时受到高油价、通胀与加息预期等因素约束。AI 产业需求真正转弱时，实际利率回落和美元信用叙事可能进一步支持黄金，但目前市场更多是在调整此前过高、过快上涨的科技股估值。因此，当前对股票估值的担忧可能明显高于对 AI 产业技术发展前景本身的担忧。（详见报告：《黄金反常下跌的背后（2026.10.28）》）

11 月 3 日美国中期选举也是重要时间节点。选举结束以后，美伊冲突可能出现不同路径：如果此前围绕油价和国内政治形成的压力下降，霍尔木兹和曼德海峡局势存在进一步缓和的空间；但美国也可能在政治约束减弱以后采取新的军事行动，短期重新推高油价和地缘风险。两种情景都需要观察，不能简单假设中期选举结束就意味着能源风险下降。货币政策方面，10 月美联储继续加息更多是一种“纠偏”举措，市场也把更多注意力转向 12 月议息会议。因此，接下来美国市场需要同时消化科技企业三季报、AI 融资信用变化、中期选举以及中东局势。

风险提示

- 1) AI 技术与商业化进展超预期。模型能力突破、新应用快速普及，可能推动收入与现金流加速增长，改变对投资回报和融资压力的判断。
- 2) 融资条件收紧超预期。长期利率上升、信用利差扩大或再融资受阻，可能加剧高杠杆企业偿债压力，并沿产业链扩散。
- 3) 地缘冲突与通胀走势超预期。冲突升级、能源价格上涨可能强化货币紧缩预期，进一步抬升融资成本，加大资产价格波动。

¹²<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1652044/000165204426000080/googexhibit991q32026.htm>

¹³<https://www.reuters.com/business/alphabets-google-cloud-unit-beats-quarterly-revenue-estimates-steady-ai-demand-2026-10-28/>

¹⁴<https://www.reuters.com/business/retail-consumer/microsoft-beats-quarterly-cloud-revenue-estimates-2026-10-28/>



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