

效率革命重构生态，算力与应用双轮驱动

AI 大模型行业深度

► **大模型行业正站在从“能力军备竞赛”向“价值规模落地”跨越的历史拐点上。**自 2022 年底 ChatGPT 横空出世以来，全球大模型格局已从 OpenAI 一家独大演变为中美双雄争霸、开源闭源并轨的多极格局。在中国市场，以 DeepSeek、通义千问、文心一言为代表的国产大模型迅速崛起，技术差距快速收窄，并以开源为核心武器在全球开发者社区赢得重要席位。2025-2026 年是大模型产业最关键的商业化窗口期，能否在这一阶段跑通可持续的变现路径，将决定未来行业格局的最终走向。

► **从市场规模看，行业处于高速扩张期，中国市场增速显著领先全球均值。**前瞻产业研究院数据显示，2024 年全球大模型市场规模约 280 亿美元，其中美国基础大模型份额近 70%，中国市场增长动能更为强劲。艾媒咨询数据显示，2024 年中国 AI 大模型市场规模约为 294 亿元人民币，近三年复合增速超过 106%，预计到 2026 年将突破 700 亿元。

► **从竞争格局看，中国开源模型已实现从“边缘参与者”到“全球核心玩家”的历史性跨越。**据硅谷顶级风投 a16z 与大模型 API 平台 OpenRouter 联合报告，中国开源模型在全球市场的份额从 2024 年底的 1.2% 提升至 2025 年中约 30% 的峰值，年均占比达 13.0%，已与世界其他地区开源模型份额（13.7%）几乎持平。在全球已发布的 3,755 个大模型中，中国企业贡献了 1,509 个，数量居全球首位。Qwen（通义千问）、DeepSeek、Kimi 等中国模型凭借技术能力与本土化适配，在国际权威评测平台上的排名持续上升，中国大模型的全球影响力正进入加速提升阶段。

► **围绕三条投资主线：**①算力与基础设施，受益确定性最强，是当前最清晰的投资主线；②具备行业数据壁垒与场景 Know-how 的垂直大模型企业，有望率先实现商业闭环；③拥有庞大用户基数与大模型应用分发能力的平台型企业，平台效应将随商业化成熟度提升而逐步显现。

风险提示

算力出口管制升级、行业价格战侵蚀利润、商业化进展低于预期

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：刘文正

邮箱：liuwz1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120007

联系电话：

盈利预测与估值

重点公司										
股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	EPS (元)				P/E			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
2513.HK	智谱	2174.0	-	-9.61	-8.56	-2.97	-	-	-	-
0100.HK	MINIMAX-W	477.6	-24.13	-23.11	-19.27	-18.28	-	-	-	-

资料来源: ifind, 华西证券研究所 (注: 预测期 EPS 为 ifind 一致预测)

正文目录

1. 行业概述：大模型重构数字生产力底座	4
1.1. 市场规模：高增长赛道，中国增速领先全球	4
1.2. 技术格局：效率革命重新定义竞争逻辑	5
1.3. 竞争格局：二元分化加剧，中国开源异军突起	9
2. 产业链：算力最确定，应用层最分化	13
2.1. 产业链三层结构：上游稀缺、中游激烈、下游分化	13
2.2. 商业模式：从卖"Token"到卖"价值"，多种路径并存，变现效率差异显著	14
3. 智谱 AI 与 MiniMax	16
3.1. 智谱 AI：全球大模型第一股，清华系技术护城河	16
3.2. MiniMax：全球化基因，Agent 赛道的效率标杆	19
4. 投资建议	24
5. 风险提示	25

图表目录

图 1 大模型的发展历程	4
图 2 全球大模型市场规模及增速（2021-2026E）	5
图 3 高密度模型竞赛已经开始，GPT-3.5 级模型的 API 单价在 20 个月里降了 266 倍	6
图 4 Artificial Analysis 智能指数（文本模型评估）	8
图 5 Artificial Analysis 智能指数（视频模型评估）	8
图 6 Artificial Analysis 智能指数（语音模型评估）	8
图 7 中国具身智能市场规模（亿元）	9
图 8 具身市场结构占比	9
图 9 2024 年中国大模型平台竞争格局（依据 API 调用量）	10
图 10 2025 年中国大模型厂商梯队分布图	12
图 12 大模型产业链结构	13
图 13 智谱营收结构（千万元）	16
图 14 研发费用（亿元）及研发费用率	16
图 15 GLM-5 完整全链路训练流程	17
图 16 智谱的模型迭代	18
图 17 GLM-5 完整全链路训练流程	19
图 18 minimax 营收结构（千美元）	20
图 19 minimax 毛利率改善	20
图 20 MiniMax 的模型和产品迭代（2022-2025 年）	21
图 21 智谱 AI vs MiniMax 核心 Benchmark 对比（2026 年）	22
表 1 全球大模型市场关键市场指标	5
表 2 大模型技术生态一览	7
表 3 主流大模型最新版本核心能力对比	7
表 4 国内外 AI 大模型对比	11
表 5 产业链各环节梳理	14
表 6 大模型商业模式梳理	15
表 7 商业模式梳理	22
表 8 大模型商业模式梳理	23

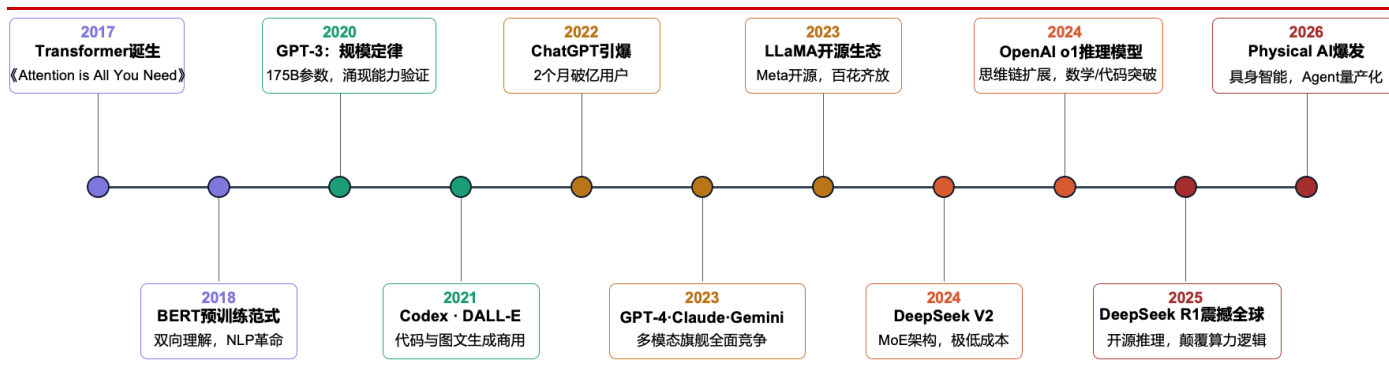
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

1. 行业概述：大模型重构数字生产力底座

1.1. 市场规模：高增长赛道，中国增速领先全球

2022 年 11 月 ChatGPT 的发布是大模型产业的奇点时刻，是这一技术从学术实验室走向大众化商业应用的历史转折。此后，国内外科技巨头以前所未有的速度跟进：Google 发布 Bard，Meta 推出 Llama 开源系列，百度、阿里、字节、华为等国内头部企业相继自研大模型。以 DeepSeek 为代表的中国创业公司则进一步颠覆了行业认知——以极低训练成本实现顶级推理能力，并选择完全开源，宣告大模型竞争从“算力军备竞赛”迈入“效率与场景深度”的新阶段。截至当前，全球已有超过 3,700 个大模型问世，产业生态已从单一模型演进为覆盖算力、数据、平台、应用的完整生态体系。

图 1 大模型的发展历程



资料来源：艾媒咨询，前瞻产业研究院，华西证券研究所

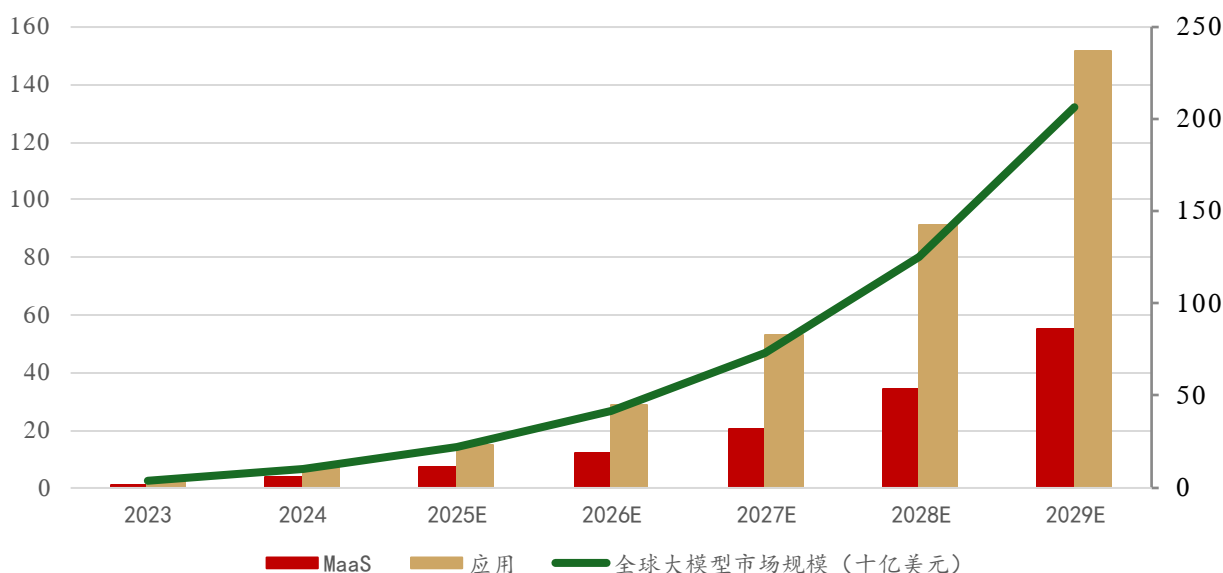
全球大模型市场仍处于高速增长通道，中国市场的增速显著快于全球均值，是行业最具活力的区域市场。2026 年全球大模型行业市场规模约 414 亿美元，美国基础大模型份额近 70%，牢牢掌控行业定义权与定价权。而中国市场展现出更强劲的增长动能——艾媒咨询数据显示，2024 年中国 AI 大模型市场规模约为 294 亿元人民币，同期国内 AI 软件整体市场规模为 417 亿元，大模型已成为 AI 软件增长的最核心驱动力，在整体 AI 软件市场中的占比持续攀升。预计到 2026 年，中国大模型市场规模将突破 700 亿元，折合年均增速超过 50%，远高于全球市场均值。

表 1 全球大模型市场关键市场指标

关键市场指标	数值
全球大模型市场规模 (2024E)	约 280 亿美元
中国 AI 大模型市场规模 (2024E)	约 294 亿元人民币
中国市场预测规模 (2026E)	>700 亿元人民币
全球已发布大模型总数	3,755 个
中国企业贡献大模型数量	1,509 个，居全球首位
中国开源模型全球份额峰值 (2025 年中)	约 30%

资料来源：前瞻产业研究院，艾媒咨询，a16z/OpenRouter，世界人工智能大会，华西证券研究所

图 2 全球大模型市场规模及增速 (2021-2026E)：



资料来源：灼识咨询，minimax 招股书，华西证券研究所

1.2.技术格局：效率革命重新定义竞争逻辑

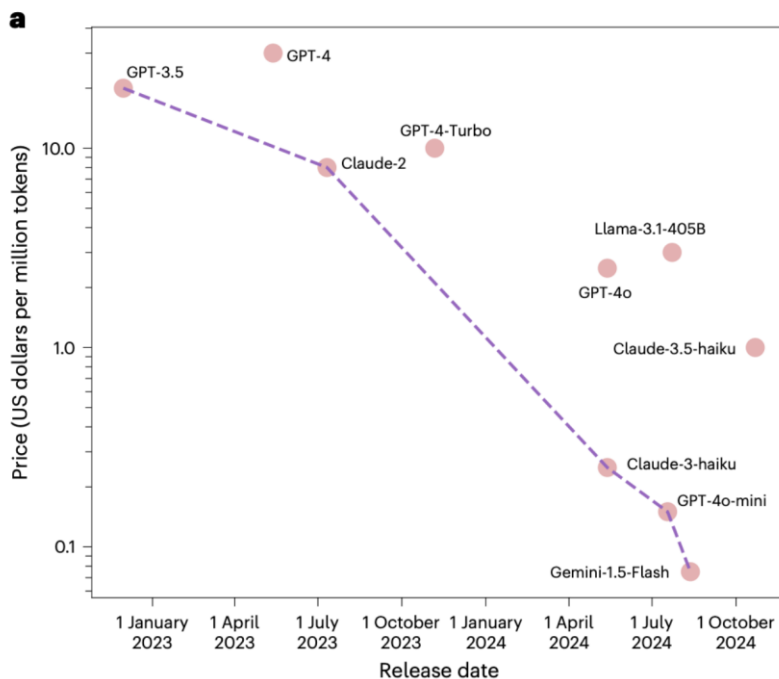
1.2.1. 核心范式迁移：从"烧算力"到"要效率"

大模型发展的核心竞争逻辑正在经历从"Scaling Law（规模法则）驱动"向"效率优先"的根本性转变，这是 2024-2025 年最重要的技术范式迁移。2023 年以前，业界普遍相信模型参数量越大、训练数据越多，则模型能力越强，这一认知直接推动 OpenAI、谷歌等巨头持续加码基础设施投入。然而，DeepSeek-R1 的出现彻底颠覆了

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

这一逻辑——该模型以约 557 万美元的训练成本（约为 GPT-4 Turbo 的 1/10），在数学推理、代码生成等关键能力测试中实现了与顶级闭源模型相当的表现。这背后是强化学习（RL）与模型蒸馏技术的协同应用：通过让小模型从大模型的“思维链”中汲取知识，大幅降低了参数门槛与训练成本。这一突破的深远意义在于，它证明了“效率优化”可以有效对冲“算力稀缺”的制约，从根本上改变了中国大模型在出口管制背景下的竞争可行性。

图 3 高密度模型竞赛已经开始，GPT-3.5 级模型的 API 单价在 20 个月里降了 266 倍



资料来源：Nature Machine Intelligence 《Densifying law of LLMs》，华西证券研究所

稀疏 MoE（混合专家）架构是当前效率革命的核心技术路线，已快速成为头部大模型的标配选择。传统 Dense（稠密）模型在每次推理时激活全部参数，导致算力消耗与参数量正相关，推理成本高企。MoE 架构通过在每次推理时仅激活少数“专家网络”（通常为全部专家的 10%-20%），在参数总量不变的情况下大幅降低实际计算量。目前，DeepSeek-V3（671B 参数 MoE 架构）、通义千问 Qwen3（>1T 总参数 MoE 架构）、MiniMax 等主流国产模型均已采用 MoE 架构，使中国大模型在算力受限环境下依然保持了较强的能力天花板。

1.2.2. 主流技术路线：四层协同的技术栈

当前大模型技术生态并非单一路线主导，而是呈现出预训练基础模型、RAG 检索增强、SFT/RLHF 对齐微调与 Agent 智能体框架四层协同的“技术栈”结构，不同层次面向不同的落地需求。预训练通用模型是整个技术栈的底座，通过在海量多领域数据上的大规模预训练获得通用知识与推理能力，是所有下游应用的基础。RAG（检索增强生成）通过将外部知识库的实时检索结果注入推理过程，有效解决模型知识截止问题并降低幻觉率，是企业知识管理与垂直行业应用的核心方案。SFT/RLHF 微调则通过人工标注数据与人类偏好反馈来优化模型的指令遵循能力与价值对齐，是所有商

业化大模型从“能力”走向“好用”的必经路径。**Agent** 智能体框架代表了大模型从“回答问题”向“自主完成任务”的能力跨越——通过工具调用（搜索、代码执行、数据库操作）与自主规划，**Agent** 可以处理此前只有人工才能完成的多步骤复杂任务，是 2025 年最热门的应用赛道。

表 2 大模型技术生态一览

技术路线	核心机制	主要解决的问题	代表性场景	代表产品/方案
预训练通用大模型	海量数据预训练，Scaling Law 驱动	通用知识与推理能力的建立	对话、创作、知识问答、代码	GPT-4、文心 4.5、Qwen3、DeepSeek-V3
SFT/RLHF 对齐微调	标注数据监督微调+人类偏好强化学习	指令遵循与安全价值对齐	商业化助手、企业定制场景	几乎所有商业大模型均采用此路线
RAG 检索增强生成	实时检索外部知识库，注入推理上下文	知识截止与幻觉问题	企业知识库、法律、医疗问答	Kimi、360AI、各类企业 RAG 部署方案
稀疏 MoE 架构	动态激活专家子网络，降低推理计算量	降低训练与推理成本，扩大参数规模	大规模低成本生产推理	DeepSeek-V3 (671B)、Qwen3-235B-A22B (235B)
Agent 智能体框架	工具调用+多步骤自主规划	从回答问题到自主完成复杂任务	自动化 workflows、代码开发、数据分析	Manus、各厂商 Agent 产品线

资料来源：《Scaling Laws for Neural Language Models》，《Densifying law of LLMs》，OpenAI 《GPT-4 Technical Report》，阿里 Qwen3 官方技术报告，DeepSeek-V3 官方技术白皮书、Manus Agent 官方文档，月之暗面 Kimi 长文档检索白皮书，阿里云 / 腾讯云企业 RAG 解决方案文档，华西证券研究所

表 3 主流大模型最新版本核心能力对比

模型	GPQA Diamond	AIME 2025	SWE-bench	LiveCodeBench	上下文窗口
GPT-5.4	92.80%	100.00%	74.90%	—	128K
Claude Opus 4.6	91.30%	—	75.60%	—	1M (beta)
Gemini 3.1 Pro	94.30%	—	63.80%	91.70%	2M
DeepSeek-V3.2	79.90%	89.30%	67.80%	74.10%	128K
Qwen3-Max	—	100.00%	69.60%	—	128K
文心 5.0 (ERNIE 5.0)	—	—	—	—	—
豆包 Seed 2.0	—	—	—	—	—
Kimi K2.5 (月之暗面)	—	—	—	—	200 万字

资料来源：MindStudio, Vellum, Artificial Analysis, Together AI, DeepSeek, 阿里巴巴, 华西证券研究所

1.2.3. 多模态与端侧：打开新的应用边界

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

多模态能力正在从差异化卖点演变为大模型的基础能力标配，将成为 2025-2026 年推动应用场景爆发的关键技术变量之一。当前头部模型已全面支持文本与图像输入，视频理解与生成能力正在快速普及，音频处理（语音识别、音乐生成）也在持续完善。2025 年 3 月 GPT-4o 更新图像生成能力后，ChatGPT 新订阅量激增——证明了多模态融合不是“锦上添花”，而是直接驱动用户付费的核心功能。不同于以往“文本用 GPT、图像用 DALL-E”的拼接模式，GPT-4o 基于原生多模态架构，从同一模型直接生成文本和图像。

根据前瞻产业研究院数据，2024 年中国多模态大模型市场规模达 156 亿元，预计到 2030 年将达到 969 亿元，复合增速超 65%。从应用场景看，多模态能力打开了数字人、视频创作、工业质检、医学影像分析等此前纯文本大模型无法渗透的场景，显著扩大了行业可寻址市场（TAM）。

图 4 Artificial Analysis 智能指数(文本模型评估)

排名	公司	模型	指数
1	OpenAI	GPT-5 Codex (high)	68
1	OpenAI	GPT-5 (high)	68
3	X	Grok 4	65
4	Anthropic	Claude 4.5 Sonnet	63
5	MiniMax	MiniMax M2	61
5	OpenAI	gpt-oss-120B (high)	61
7	X	Grok 4 Fast	60
7	Google	Gemini 2.5 Pro	60
9	Anthropic	Claude 4.1 Opus	59
10	阿里巴巴	Qwen3 235B A22B 2507	57

资料来源: Artificial Analysis, minimax 招股书, 华西证券研究所

图 5 Artificial Analysis 智能指数(视频模型评估)

排名	公司	模型	Arena ELO
1	ByteDance	Seedance 1.0	1,355
2	MiniMax	Hailuo-02	1,331
3	Google	Veo 3 Preview (No Audio)	1,244
4	Kuaishou	Kling 2.0	1,195
5	Kuaishou	Kling 1.6 (Pro)	1,144
6	Runway	Runway Gen 4	1,120
7	Google	Veo 2	1,118
8	Lightricks	LTV Video v0.9.7 (13B)	1,064
9	MiniMax	I2V-01-Director	1,047
10	Runway	Runway Gen 3 Alpha Turbo	1,005

资料来源: Artificial Analysis, minimax 招股书, 华西证券研究所

图 6 Artificial Analysis 智能指数(语音模型评估)

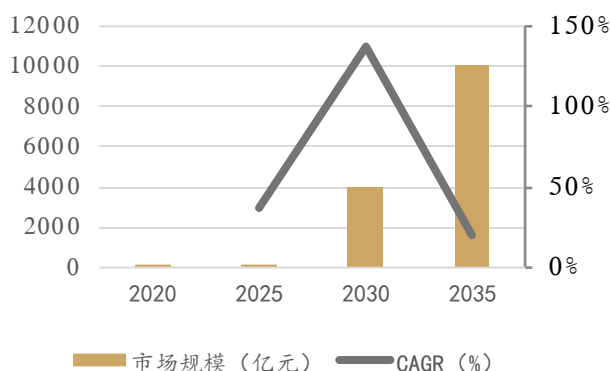
排名	公司	模型	Arena ELO
1	MiniMax	Speech-02-HD	1,174
2	OpenAI	TTS-1 HD	1,146
3	OpenAI	TTS-1	1,132
4	ElevenLabs	Multilingual v2	1,114
5	ElevenLabs	Turbo v2.5	1,108
6	Cartesia	Sonic English (Oct '24)	1,103
7	Kokoro	Kokoro 82M v1.0	1,078
8	Microsoft	Azure Neural	1,056
8	Amazon	Polly Long-Form	1,056
10	Google	Studio	1,039

资料来源: Artificial Analysis, minimax 招股书, 华西证券研究所

端侧大模型的崛起是多模态趋势下的重要延伸，本地化部署需求将拉动全新的硬件升级周期。随着模型量化（Quantization）与参数蒸馏技术的成熟，原本需要数据中心级算力的大模型能力开始向手机、PC、汽车等消费级终端迁移。据头豹产业研究院预测，2026 年中国端侧 AI 市场规模预计将达到 8661 亿元，2024 至 2028 年行

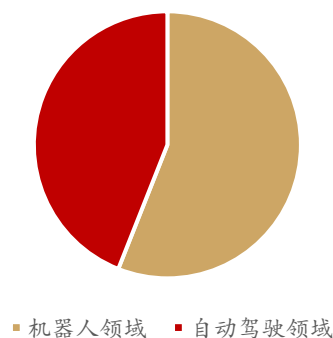
业复合年增长率保持在 57.96% 的高位。AI 手机出货量预计突破 4.7 亿部，渗透率提升至 38%；AI PC 在国内 PC 市场渗透率预计达到 62%；AI 眼镜出货量同比增长 107% 至 275 万台。端侧 AI 的高速增长背后，是 AI 算力从云端向终端的结构性下沉。推理算力需求已达到训练需求的 4 至 5 倍，大模型不再满足于集中化的云端服务，而是以更低延迟、更高隐私保护、更强场景适配性的姿态，嵌入手机、PC、眼镜等日常智能终端。当智能设备从“数据采集器”升级为“自主决策中枢”，端侧 AI 的产业空间正在被重新定义。

图 7 中国具身智能市场规模（亿元）



资料来源：国务院发展研究中心，智研咨询，36 氪，华西证券研究所

图 8 具身市场结构占比



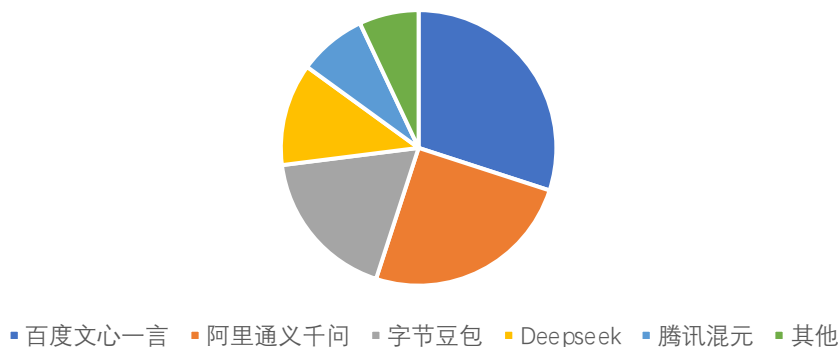
资料来源：国务院发展研究中心，智研咨询，36 氪，华西证券研究所

1.3.竞争格局：二元分化加剧，中国开源异军突起

1.3.1.全球格局：国际巨头守高端天花板，中国模型攻开源生态

全球大模型竞争形成清晰的“二元分化”格局：国际头部阵营（OpenAI、Anthropic、Google）坚守闭源高端路线，专注于模型能力天花板的持续突破；中国科技企业则集体押注开源与性价比赛道，凭借模型效率与本土化适配形成差异化竞争态势。在国际头部阵营，OpenAI 依然是能力天花板的定义者，其 GPT-4.1 进一步优化了实时多模态交互体验，完整的 To B 与 To C 产品矩阵赋予其最广泛的商业覆盖范围；Anthropic Claude 3.7 以 200K token 的超长上下文处理能力在代码生成与长文档分析领域建立领先地位，在企业级安全合规维度形成差异化壁垒；Google Gemini 2.5 Pro 在视频解析质量上树立行业新标杆，并深度整合 Google Search、Gmail、Workspace 生态，实现了大模型能力的无缝用户触达。

图 9 2024 年中国大模型平台竞争格局（依据 API 调用量）



资料来源：IDC，量子位智库，华西证券研究所

中国大模型以“开源为矛、场景为盾”的策略，在全球市场赢得越来越大的话语权，完成了从边缘参与者到全球核心玩家的历史性跨越。a16z 与 OpenRouter 联合报告的数据清晰展示了这一趋势：中国开源模型在全球大模型 API 调用市场的份额，从 2024 年底的 1.2% 飙升至 2025 年中约 30% 的峰值，年均占比 13.0%，已与世界其他地区开源模型的 13.7% 份额几乎持平。Qwen（通义千问）、DeepSeek、MoonshotAI 等中国模型凭借技术能力的快速迭代与本土化适配优势，在国际大模型竞技场（LMArena）等权威评测平台上的排名持续攀升——百度文心大模型文本能力位列全球第二、国内第一，智谱 GLM-4.6 在代码能力上与多款国际主流模型比肩。这一成绩的取得，是中国大模型行业在算力管制与资源约束下，通过效率优化与开源生态建设实现跨越式发展的最好注脚。

表 4 国内外 AI 大模型对比

	代表企业	核心模型	核心优势	竞争定位
国际闭源	OpenAI	GPT-4.1 / GPT-5	能力天花板定义者，商业生态最完整	全球 AGI 领导者，To B/C 全场景覆盖
国际闭源	Anthropic	Claude 3.7	200K 长上下文，企业级安全首选	代码/文档处理，企业合规高端市场
国际闭源	Google	Gemini 2.5 Pro	视频解析领先，Google 生态深度整合	多模态+搜索，生态协同最强
中国开源	阿里巴巴	Qwen3 (>1T 参数 MoE)	开源生态最强，中英双语全场景适配	开发者生态领导者，企业全栈首选
中国开源	深度求索	DeepSeek-V3.2 / R1	成本效率极致，推理能力对标国际顶级	开源效率标杆，改写行业 API 定价基准
中国多模态	字节跳动	Doubao Seed 2.0	Agent 能力第一梯队，视觉推理领先	消费+企业双生态，多模态全覆盖
中国闭源	百度	文心 4.5	中文理解全球领先，金融/政务积累最深	行业大模型领导者，政企市场深耕
中国新势力	月之暗面	Kimi	超长上下文 (200 万字)，联网检索	学术研究与企业长文档处理场景

资料来源：IDC，量子位智库，华西证券研究所

1.3.2. 国内格局：体系化竞争加速洗牌，梯队分化日趋清晰

国内大模型市场已从“单点能力比拼”进入“体系化竞争”的新阶段，竞争重心转向算力储备、数据资产、场景生态与商业化落地能力的全方位综合较量，梯队分化正在加速。根据量子位智库研究，头部互联网公司（阿里、字节、腾讯、百度）凭借云业务支撑的全栈能力——从算力资源到推理平台再到用户触达——以及自有超大规模用户场景所提供的海量真实数据与正向反馈飞轮，具备其他参与者难以复制的系统性优势。这类企业可以实现“两手抓”：一方面用大模型赋能自身业务提升效率，另一方面以 API 与平台形式对外商业化，形成投入与收益的正向闭环，战略地位最为稳固。

中间梯队的技术突破型企业，依靠差异化的技术路线或垂直领域积累，在当前阶段仍保有竞争活力，但需尽快建立清晰的商业化路径。以深度求索（DeepSeek）为代表，其在训练效率与推理性能上的系统性突破，使其超越了资金量级的约束，实现了以远低于行业均值的成本达到顶级模型性能的壮举，并通过完全开源策略在全球开发者社区建立了极强的品牌认知。科大讯飞依托语音技术与多语种处理的长期积累，在特定场景下仍具备竞争壁垒；智谱 AI（GLM 系列）以代码能力为核心差异化卖点，在开发者群体中形成了相当的使用黏性。这一梯队的核心挑战在于，如何在通用大模型能力同质化加速的背景下，及时将技术优势转化为可持续的商业收入。

第三梯队的场景专精型创业公司将面临最严峻的生存压力，行业洗牌在未来 1-2 年内将加速推进。月之暗面（Kimi）、百川智能、MiniMax、阶跃星辰等创业公司依靠单一差异化能力（超长上下文、特定行业数据等）在细分场景占据一席之地，但其

商业模式护城河的深度与持续性存在较大不确定性。量子位智库的研究已明确指出，全球大模型格局中第三梯队玩家正在开始出清，被巨头收购成为主要退出路径（Character.ai、Inflection、Adept 等均已被收购）。我们判断，国内市场将出现类似的整合浪潮，能否在 1-2 年内找到清晰的垂直定位与稳定的企业级客户来源，将是决定这一梯队企业命运的关键变量。

图 10 2025 年中国大模型厂商梯队分布图



资料来源：groundy，腾讯云，行业智库专项研究报告，人人都是产品经理，华西证券研究所

2.产业链：算力最确定，应用层最分化

2.1.产业链三层结构：上游稀缺、中游激烈、下游分化

图 11 大模型产业链结构



资料来源：中国信通院，华西证券研究所

大模型产业链呈现出鲜明的三层结构性差异，不同层级的竞争壁垒、商业模式与投资逻辑存在根本性区别。上游算力与基础设施层供给稀缺、技术壁垒最高、受益确定性最强。英伟达 GPU 是当前全球大模型训练的核心算力资源，国产算力芯片的替代需求持续提升，2025 年中国本土芯片厂商在 AI 加速服务器市场份额已升至约 41%，英伟达份额从制裁前 95% 降至 55%，国内 AI 计算集群建设对国产算力的依赖度逐步提高。云计算与数据中心层则受益于大模型训推需求的指数级增长，整体算力消耗的持续扩张是这一层级最确定的受益逻辑。

中游基础大模型层竞争白热化，商业模式与护城河均存在根本性不确定性。互联网时代构建护城河的核心要素——数据飞轮、网络效应、迁移成本、规模效应——在大模型时代均难以直接复用，因为模型本身可以被替换，能力可以通过开源分享，护城河尚未形成。API 价格战的持续深化，使得依赖 API 收费维生的商业模式面临根本性挑战，DeepSeek 的完全开源更是将整个行业的 API 定价基准拉至历史低位。对于独立大模型厂商而言，持续的训练成本投入与有限的商业收入之间的鸿沟，是当下面临的最大挑战。

下游应用与集成层分化显著，具备行业数据壁垒的垂直玩家有望率先实现可持续的商业闭环。通用大模型能力的快速同质化，使下游应用层的价值创造越来越依赖“行业深度”而非“模型能力”。以金融大模型为例，其核心价值并不在于通用语言能力的强弱，而在于是否积累了足够的金融监管法规数据、历史研报数据与交易行为数据，能否将大模型能力与金融行业的专业工作流深度融合。“行业 Know-how × 数据壁垒”的组合，是通用大模型厂商短期内无法复制的竞争壁垒，也是下游垂直应用企业最核心的价值来源。

表 5 产业链各环节梳理

产业链层级	核心环节	代表企业	竞争壁垒特征
上游	训练推理芯片	英伟达、华为昇腾、寒武纪	技术护城河最深，国产替代趋势明确
上游	云算力/数据中心	阿里云、腾讯云、华为云	规模效应+客户黏性，基础设施属性强
上游	高质量训练数据	云测数据、数据堂、海天瑞声	数据质量与多样性是核心稀缺资产
中游	基础大模型	百度、阿里、深度求索、字节等	护城河不清晰，价格战激烈
中游	MaaS 推理平台	各大云厂商、硅基流动等	平台聚合效应，开发者生态粘性
下游	垂直行业 AI 应用	金融/医疗/教育/法律 SaaS	行业 Know-how 与数据壁垒
下游	企业服务集成	大型 ISV、咨询公司、系统集成商	客户关系网络与实施能力

资料来源：中国信通院，华西证券研究所

2.2.商业模式：从卖"Token"到卖"价值"，多种路径并存，变现效率差异显著

大模型行业当前并存多种商业模式，但各模式的变现效率与可持续性差异显著，行业正在经历从"卖能力"到"卖价值"的商业模式进化过程。MaaS（模型即服务）API 调用模式是目前覆盖最广的变现形式，其按 Token 计费的定价逻辑简单清晰，易于被开发者与企业接受，且受益于大模型使用量的快速增长。然而，这一模式面临严峻的价格战压力——DeepSeek 等开源模型对 API 定价形成强力冲击，多家主流大模型厂商的 Token 单价已在一年内下降超过 70%，部分企业的推理成本甚至已低于 API 售价，处于补贴用户的状态。从这一维度看，当前 MaaS 模式的战略价值更多体现在用户习惯培育与生态绑定，而非短期盈利贡献。

企业私有化部署（大模型一体机）与深度行业定制是当前最具商业价值的变现路径，其客单价、毛利率与客户黏性均显著优于 API 模式。私有化部署的客单价通常在数十万至数千万元不等，且合同结构包含一次性许可费与年度维护服务费，形成持续的现金流来源。更重要的是，私有化部署通过系统集成与客户业务流程的深度绑定，形成了极高的迁移成本——一旦部署完成，客户替换成本巨大，续约率通常可达 80% 以上，客户生命周期价值（LTV）远高于 API 订阅模式。行业大模型定制则通过积累独有的行业训练数据与专业工作流理解，构建起通用大模型无法替代的专业壁垒：以金融大模型为例，其价值在于能否准确理解监管法规的细节要求、能否读懂行业术语与隐性逻辑，这些能力的建立需要大量行业专有数据与领域专家的持续投入，形成了天然的进入壁垒。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

表 6 大模型商业模式梳理

商业模式	典型定价方式	主要客户群体	毛利率特征	核心优劣势分析
API/Token 计费 (MaaS)	每百万 Token 计费	开发者、中小企业、互联网应用	规模效应强但价格战激烈	获客效率高，但护城河薄，DeepSeek 开源冲击定价
To C 订阅制	月/年会员费（通常 68-200 元/月）	个人用户（学生、创作者、职场人）	用户规模放大后改善空间大	用户粘性依赖产品体验迭代，ARPU 提升需要时间
企业 SaaS 订阅	席位/功能模块订阅（万元/年级别）	中大型企业 IT 与业务部门	续约率是核心估值锚	客户 LTV 高，但销售周期长，实施交付要求能力强
私有化部署/一体机	一次性许可+年维护服务费（百万级起）	政府、金融、医疗、军工机构	毛利高，迁移成本大，黏性强	合同规模大，但实施重，扩张受专业服务人力制约
行业大模型深度定制	项目制+数据与运营分成	头部垂直行业领先企业	客单价最高，但周期最长	数据壁垒最深，但需要较长时间积累行业 Know-how

资料来源：中国信通院，毕马威，华西证券研究所

大模型行业当前普遍面临“高投入、低产出”的商业化困境，这是产业从初创期迈向规模化盈利期的必然阵痛，但不同路径的突围前景存在明显差异。训练成本方面，顶级大模型的单次预训练成本仍高达数千万至数亿美元，即便 MoE 架构已大幅降低单位成本，对于缺乏云业务稳定营收支撑的独立大模型公司而言，持续迭代的资本压力依然沉重；推理成本方面，用户量的增长带来推理算力消耗的线性乃至超线性增长，当前多数大模型厂商的免费或低价推理服务仍处于补贴状态；API 价格战方面，DeepSeek 等开源模型将 Token 定价基准拉至历史低位，使依赖 API 收费的商业模式面临根本性盈利压力，整个行业都在被迫重新寻找可持续的变现路径。

突围路径上，以下三个方向最具商业可行性，且成功的先决条件各有不同。第一，向企业私有化部署转型，以大模型一体机为核心载体抓住数据安全刚需场景，是当前最清晰的商业路径，成功的关键在于积累行业标杆案例与建立专业服务能力；第二，深耕垂直行业以数据壁垒构建护城河，通过积累特定领域的高质量专有数据与行业工作流理解，在细分赛道形成通用大模型无法替代的专业价值，成功的关键在于选准场景与快速建立行业数据优势；第三，平台生态变现——对于阿里、字节等兼具大模型能力与超大规模用户流量的平台型企业，大模型更多是提升现有业务效率与扩展新变现场景的基础设施，其商业模式的可持续性远高于纯大模型厂商，成功的关键在于大模型能力能否真实提升现有业务的用户体验与变现效率。

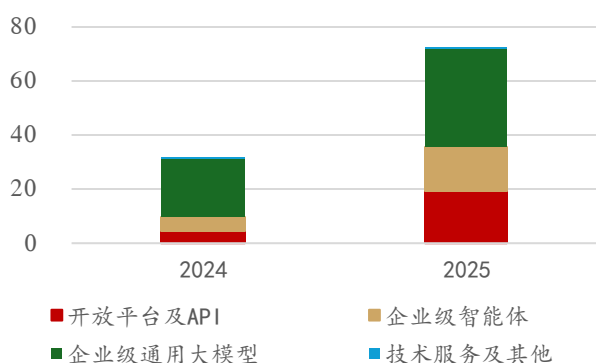
3. 智谱 AI 与 MiniMax

3.1. 智谱 AI：全球大模型第一股，清华系技术护城河

智谱 AI（北京智谱华章科技股份有限公司）是国内大模型赛道最具代表性的“学院派”创业样本，创始团队全部来自清华大学知识工程实验室（KEG），创始人张鹏、唐杰等均为清华计算机系背景。2019 年，清华大学 KEG 实验室的 AMiner 学术情报挖掘系统商业化拆分，智谱正式成立。成立初期即定下“让机器像人一样思考”的 AGI 愿景，区别于多数大模型创业公司的产品化路线，智谱始终以基础模型研发为核心战略支点。

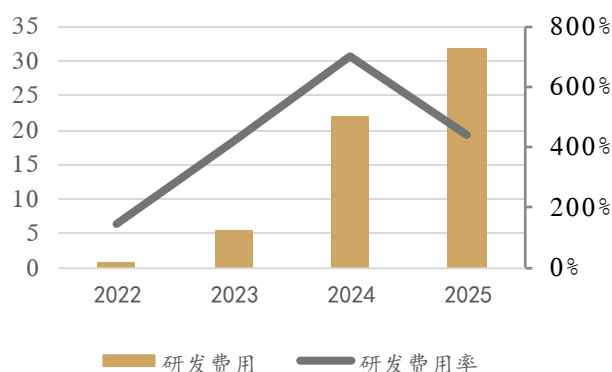
从收入结构看，MaaS API 平台是增速最快的引擎：2025 年 API 平台收入达 1.9 亿元，同比增长约 3 倍，API 平台 ARR（年化经常性收入）实现 17 亿元（约 2.5 亿美元），同比提升 60 倍；GLM-4.7 发布后，MaaSARR 从 2,000 万元快速增至超 5 亿元。此外，公司 API 调用定价已上调 83%，提价后调用量不降反升，供不应求，体现出显著的定价权。

图 12 智谱营收结构（千万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

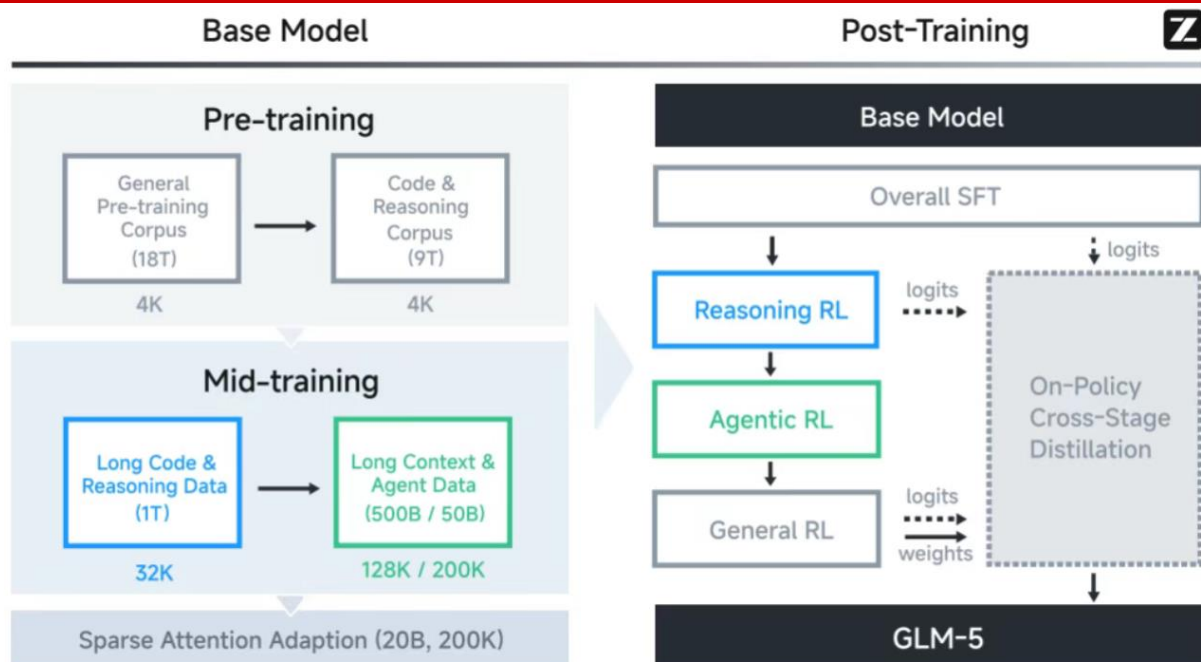
图 13 研发费用（亿元）及研发费用率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

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。该架构通过引入 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。在对齐技术上，GLM-5 构建了一套全新的异步强化学习基础设施，通过解耦生成过程与训练过程，极大地提升了训练效率。此外，针对编程任务，GLM-5 构建了大量真实的执行环境，使模型能够在多轮长周期任务中学习错误修正行为。

图 14 GLM-5 完整全链路训练流程



资料来源:《from Vibe Coding to Agentic Engineering》, 华西证券研究所

核心技术: GLM-5 与国产算力的双重突破。 GLM-5 在技术能力与算力独立性上均实现了重要突破。技术能力层面, GLM-5 在 Artificial Analysis 全球榜单中排名全球第四、开源模型第一; GPQA Diamond 博士级科学推理达 86.0%, SWE-bench Verified 软件工程任务达 77.8%, Chatbot Arena 人类偏好评分达 1,451 分位列开源模型第一; 知识可靠性方面, AA-Omniscience 幻觉评测较上代提升 35 分, 达到行业领先水平。最新迭代版 GLM-5.1 进一步强化了长程任务能力, 能在单次任务中持续自主工作超过 8 小时, 是目前业界极少数达到“8 小时级持续工作”能力的开源模型, 已接近部分企业级自动化场景的实用门槛。算力独立性层面, GLM-5 是目前全球极少数完全基于华为昇腾算力完成全流程训练的前沿大模型, 并已完成与摩尔线程、寒武纪等 7 家主流国产芯片平台的适配。这一事实的战略意义远超技术本身: 它直接证明了在英伟达 GPU 出口管制持续收紧的背景下, 依托国产算力同样可以训练出国际前沿水准的大模型, 为整个行业的算力自主化路径提供了最有力的实证, 也使智谱在政务、军工、金融等对供应链安全有严格要求的场景中具备难以复制的准入优势。

图 15 智谱的模型迭代

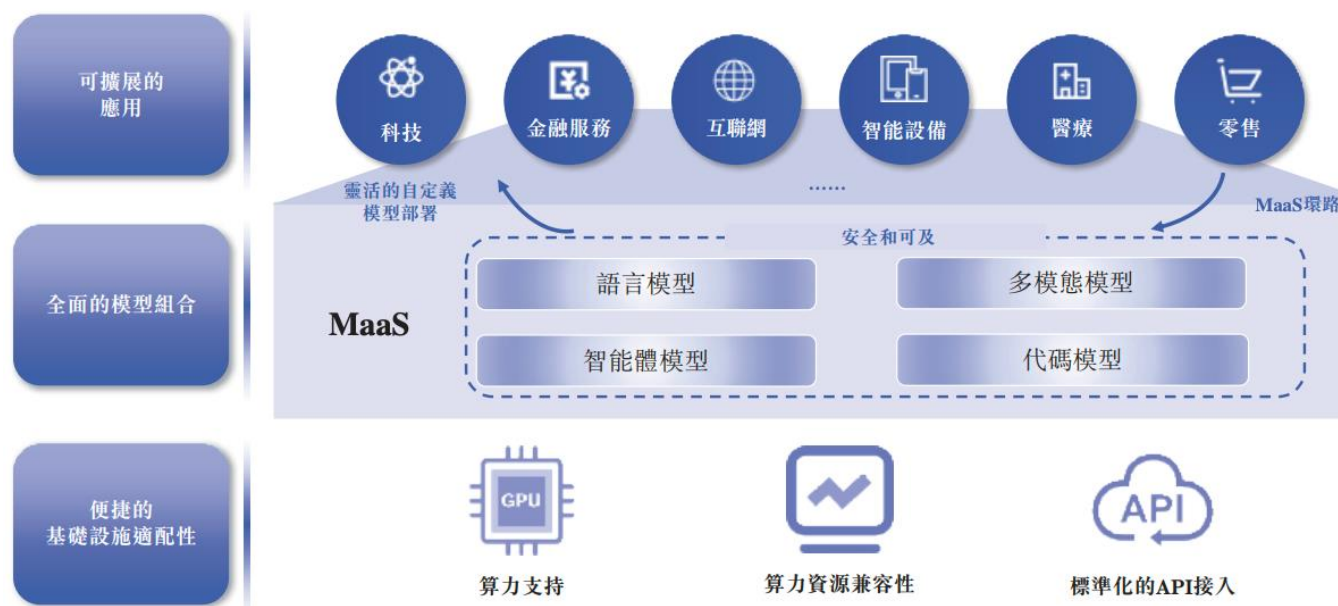
发布时间	模型/技术名称	核心突破与架构特性
2026/3/16	GLM-5-Turbo	专为OpenClaw生态优化, Slime RL降幻觉, 支持200K上下文, API 价更低
2026/3/10	GLM-OCR	层次化视觉注意力, 高精度识别复杂文本, 可转 LaTeX/Markdown
2026/2/11	GLM-5	7440亿MoE架构, 集成DSA, 异步Agent RL优化长时交互
2026/1/14	GLM-Image	AR+Diffusion混合架构, Semantic-VQ语义离散, 中英文字符渲染精准
2025/12/22	GLM-4.7	358B MoE, 交织/持久化思维, 编程与推理SOTA
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
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
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
2025/8/11	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
2025/8/8	GLM-4.5	3550亿MoE, ARC框架统一智能体、推理与编程
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
2025/3/4	CogView4	单流DiT架构, GLM-4-9B编码, 高效文生图
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
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
2024/8/29	CogVLM2	基于Llama-3, 支持8K上下文与视频理解
2024/8/6	CogVideoX	3D因果VAE, 消除闪烁, 高保真视频生成
2024/6/18	GLM-4	全方位对标GPT-4, 大规模预训练, 多阶段RLHF对齐
2023/12/14	CogAgent	高分辨率视觉, GUI坐标精准操作, OCR能力强
2023/10/1	ChatGLM3 系列	6B参数, 支持工具调用, 对话能力升级
2023/6/1	ChatGLM2 系列	上下文扩至32K, 推理效率提升42%, 低显存部署
2022/9/30	CodeGeeX	多语言代码生成, 跨语言翻译, 提出HumanEval-X基准
2022/8/1	GLM-130B	1300亿双语基座, INT4 量化, 性能达GPT-3水平

资料来源：智谱 AI 年报、招股书，华西证券研究所

商业化模式：MaaS 平台+本地化部署双轮驱动。智谱的变现路径已从早期的项目定制向可规模化的平台化模式加速演进，MaaS 平台与本地化部署构成双主轴。MaaS 开放平台（bigmodel.cn）是增速最快的核心引擎，面向开发者和中小企业提供 GLM 系列模型的 API 调用服务，Token 计费，边际成本低、规模效应强。2025 年 API 年收入同比增长近 30 倍，ARR 达 17 亿元，意味着平台已从“实验性调用”进入“常态化生产部署”阶段。本地化部署解决方案面向政府机构、金融、医疗等高数据安全要求客户，提供 GLM 私有化部署服务，客单价高（通常百万元量级起步），周期长但客户黏性强，是毛利率的主要贡献来源（B 端毛利率长期维持 50% 以上）。应用生态层面，AutoGLM 智能体已支持自主执行超 50 步的长步骤操作与跨 App 任务，上线一个月内获得超 100 万用户访问；GLM-PC（PC 端智能体）、GLM-Realtime（实时音视频）、CogVideoX（视频生成）等多模态应用矩阵正在构建以大模型为核心的

完整应用生态。此外，根据弗若斯特沙利文，按收入计，智谱在 2024 年中国独立通用大模型市场份额为 6.6%，排名第二，仅次于科大讯飞，在企业 API 调用市场中地位稳固。

图 16 GLM-5 完整全链路训练流程



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

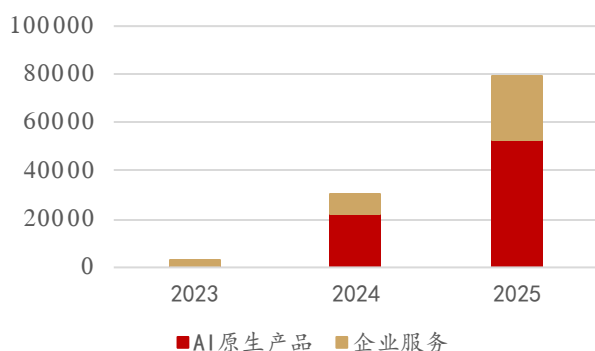
3.2. MiniMax：全球化基因，Agent 赛道的效率标杆

MiniMax 是中国“AI 六小虎”中全球化基因最强、商业化节奏最快的企业，也是从成立到完成港股 IPO 历时最短的 AI 公司——仅用了不到四年。公司成立于 2021 年，创始人兼 CEO 闫俊杰曾是商汤科技计算机视觉专家，联合创始人团队平均年龄约 29 岁，95 后占主体，研发人员占比超 74%。公司自成立之初就确立了“生而全球化”的战略定位，以多模态全能型模型为技术底座，构建覆盖 C 端与 B 端的 AI 原生产品矩阵。

MiniMax 是目前国内收入国际化程度最高的大模型公司，海外收入占比超 70%。营收方面，公司从 2022 年零收入起步，2023 年实现 346 万美元，2024 年增长 782% 至 3,052 万美元，2025 年全年营收 7,903.8 万美元，同比增长 158.9%。截至 2026 年 2 月，公司 ARR 已突破 1.5 亿美元，对应月度收入约 1,250 万美元，接近 2025 年月均水平的两倍。从收入质量看，与订阅制和持续 API 调用相关的经常性收入从 483 万美元增长至 3,186 万美元，增幅达 6.6 倍，在总收入中的占比从 15.8% 跃升至 40.3%，客户黏性显著增强。

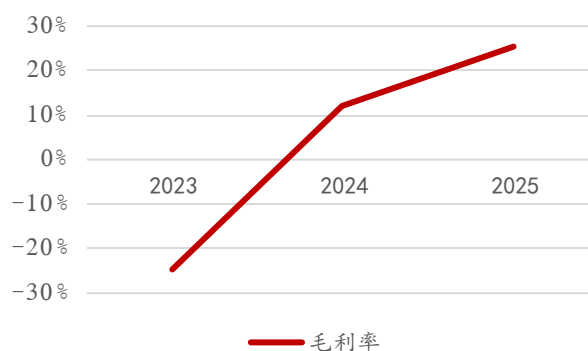
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 17 minimax 营收结构（千美元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

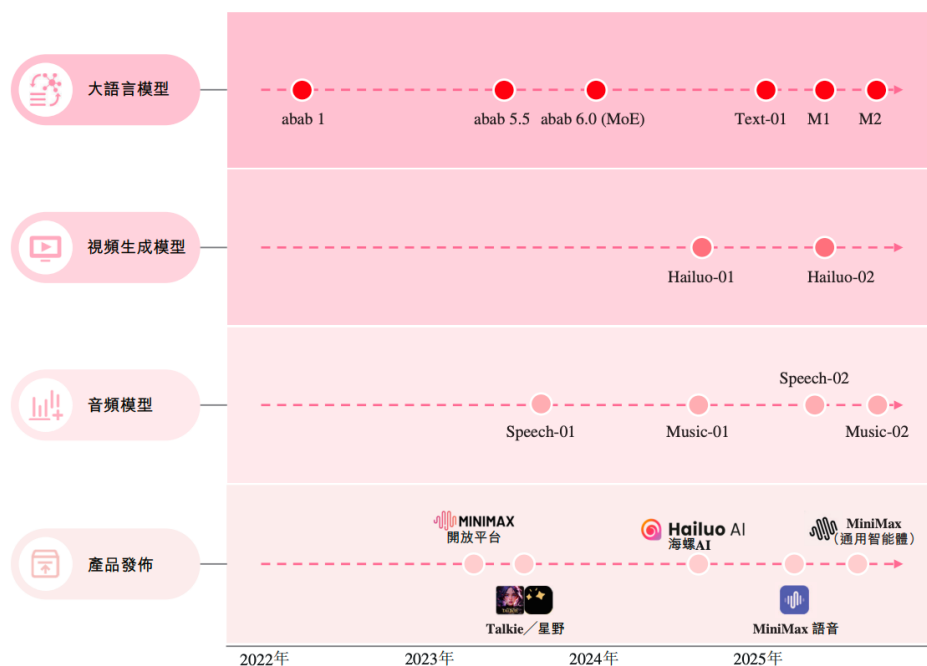
图 18 minimax 毛利率改善



资料来源：公司公告，华西证券研究所

产品矩阵：全模态+全球化。MiniMax 已形成覆盖语言、视频、语音、音乐四大模态的全模态产品矩阵，并以“全球化”为核心分发策略。C 端产品线方面：Talkie（海外虚拟伴侣，2024 年营收接近 7,000 万美元）是海外收入最大的单品，已积累超 200 个国家逾 2.12 亿个人用户；国内版“星野”定位情感陪伴与角色扮演，月活数千万；海螺 AI（海外版 MiniMax）是综合多模态入口；Hailuo AI（文生视频）在海外视频生成赛道确立领先地位。B 端与 API 平台方面：已与腾讯视频（视频生成技术）、字节跳动 Trae（AI 编程工具）、小米（小爱音箱语音交互）、智元机器人等头部企业深度合作，覆盖影视创作、游戏内容、编程辅助、智能硬件等多个场景，企业客户覆盖逾 100 个国家超 13 万家。公司 30%的日常任务已由 M2.5 自主完成，80%的新增代码由 M2.5 生成——这组数据虽来自厂商自报，但体现了其在“AI 自我赋能”上的探索深度与商业决心，也为其“AI 平台公司”的定位提供了内部验证。

图 19 MiniMax 的模型和产品迭代 (2022-2025 年)



资料来源: MiniMax 招股书, 华西证券研究所

Minimax 以"编程→办公→多模态创作"的三段式路径推进 Agent 渗透, 成为"AI 时代的平台型公司"。顶级编程能力 (SWE-bench 开源第一) 是获取高付费意愿企业客户的最强入口, 编程场景的成功验证将为其向更广泛企业工作流延伸提供商业路径。2026 年闫俊杰对行业的三大预判 (编程进入 L4-L5 智能、办公复刻编程路径、多模态创作实现"直出可交付") 清晰勾勒了 MiniMax 的产品布局优先级。幻觉率问题方面, Artificial Analysis 评测显示 M2.5 的幻觉指数从-30 降至-41, 幻觉率从 67% 升至 88%, 在追求可靠性的企业级场景中存在明显短板; 竞争压力方面, 随着 GLM-5、Qwen3-Max 等国内开源竞品持续迭代, MiniMax 在 SWE-bench 的领先优势正面临收窄压力, 护城河的持续性有待验证。

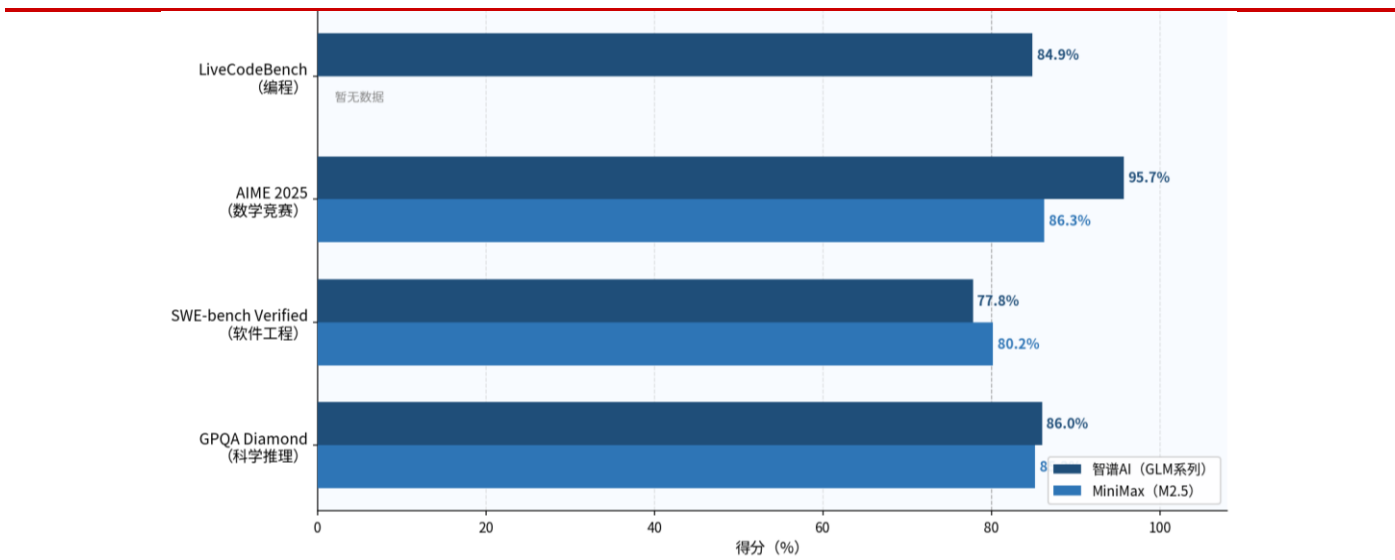
智谱 vs Minimax: 从基因上看, 智谱是"学院派+国内深耕"路线: 清华系创始团队, 技术护城河的核心在于国产算力独立性与政企场景准入壁垒, 营收以人民币结算、以国内本地化部署为主; MiniMax 是"实业派+全球化突围"路线: 商汤系创始人, 技术护城河的核心在于极致参数效率与 Agent 能力, 收入以美元结算, 海外占比超 70%, 全球用户超 2 亿。从技术取向上看, 智谱专注于知识可靠性 (幻觉率改善 35 分行业领先) 与国产算力验证, 适合高精度、强合规的 B 端政企场景; MiniMax 专注于 SWE-bench 编程能力与 Agent 工具调用, 适合代码自动化与多模态创作场景, 但幻觉率的上升是其进入高精度场景的主要制约。从商业化成熟度看, 智谱的 B 端企业本地化部署服务毛利率稳定在 50% 以上, MaaS 平台 ARR 已达 17 亿元, 商业模式的可持续性验证比较充分; MiniMax 的运营效率改善速度更快。整体来看, B 端 (政企、API 平台) 的毛利率结构远优于 C 端 (消费应用、订阅), 率先在 B 端建立定价权与客户黏性的企业, 将具备更强的商业化可持续性。

表 7 商业模式梳理

	智谱 AI (2513.HK)	MiniMax (00100.HK)
创始背景	清华大学知识工程实验室（学院派）	商汤科技计算机视觉专家（实业派）
核心技术护城河	国产算力独立性+知识可靠性+政企准入	极致参数效率+编程/Agent 能力+全球化
2025 年营收	7.24 亿元	约 5.6 亿元 (7,904 万美元)
收入地域结构	以国内为主	海外>70%，全球 200+国家
B 端毛利率	本地化部署>50%	69.4% (B 端) / 4.7% (C 端)
旗舰模型 benchmark	GPQA 86.0% / SWE-bench 77.8%	GPQA 85.2% / SWE-bench 80.2% (开源第一)
算力独立性	全程华为昇腾，已验证国产算力可行性	主要依托云服务，算力来源未完整披露
核心产品	GLM 系列+AutoGLM 智能体+GLM-PC	M 系列+Hailuo AI+Talkie/星野+海螺 AI
用户规模	智谱清言 2,500 万+用户	全球 2.12 亿个人用户，13 万+企业客户
资本市场估值	约 4,000 亿港元 (2026 年 4 月)	上市首日市值 763 亿港元
核心风险	持续亏损、竞争挤压、高估值消化	版权诉讼、幻觉率偏高、高估值压力
投资逻辑关键词	算力国产化战略稀缺性+政企刚需	全球化增长+Agent 赛道+效率标杆

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 20 智谱 AI vs MiniMax 核心 Benchmark 对比 (2026 年)



资料来源：Vals AI 独立评测、MiniMax 官方报告、NVIDIA NIM，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

表 8 大模型商业模式梳理

模型	GPQA Diamond	AIME 2025	SWE-bench Verified	核心优势	来源
GLM-5 (智谱 AI)	86.0%	92.7% (AIME 2026)	77.8%	国产算力训练, 幻觉率低, 知识可靠性强	Vals AI 独立评测
GLM-4.7 (智谱 AI)	85.7%	95.7%	73.8%	编程与数学双强, 综合能力最均衡的开源模型之一	VERTU 开源榜单
MiniMax M2.5	85.2%	86.3%	80.2% (开源最高)	参数效率极致, Agent 与编程能力顶尖, 上市公司	MiniMax 官方 + NVIDIA NIM
MiniMax M2.7	—	—	—	Agent 长链路能力大幅提升, GDPval-AA 开源第一	Vals AI + MiniMax 官方

资料来源: Vals AI、NVIDIA NIM、MiniMax 官方、VERTU 开源榜单, 注: 数据来源为 Vals AI 独立评测平台、NVIDIA NIM 平台及各厂商官方发布, 其中 M2.7 部分数据为厂商自报。

4.投资建议

主线一（算力与基础设施）：当前阶段受益确定性最强，是产业链中最清晰的投资方向。无论基础大模型层格局如何演变，大模型的训练与推理都将持续消耗大量算力资源，且随着模型参数规模与推理请求量的双重增长，算力需求将呈指数级扩张。供给端的稀缺性则使这一环节拥有较强的定价权。在出口管制背景下，国产算力的替代逻辑具有政策背书，华为昇腾生态链的受益确定性尤为突出。重点关注国内 AI 芯片（华为昇腾、寒武纪等）、AI 服务器（液冷散热、高速互连网络）、高算力数据中心（IDC）以及大模型一体机硬件供应商等相关标的。

主线二（垂直大模型应用）：中期最有望形成清晰商业闭环的投资方向，重点选择行业数据壁垒深的赛道。随着通用大模型能力同质化加速，垂直行业大模型的差异化价值将愈发凸显。具备行业数据积累、场景理解深度与客户关系资源的细分领域龙头，将在行业格局固化后形成较高的护城河。我们优先关注以下细分方向：金融科技（量化分析、风控合规文本、研报自动生成）、医疗 AI（影像辅助诊断、病历结构化分析）、法律科技（合同审查、案例检索、法律文书生成）以及工业智能化（质检自动化、设备预测维护）。这些场景的共性特征是：客户有真实且强烈的付费意愿，数据壁垒高，通用大模型难以直接替代，有望在 2026-2027 年率先实现盈利闭环。

主线三（平台生态型企业）：长期受益于大模型商业化成熟度提升的战略性配置方向。对于拥有超大规模用户基数（数亿级 MAU）、完整云端算力与大模型分发能力的平台型企业，大模型是提升现有业务效率与扩展新变现场景的基础设施，其商业可持续性远高于纯大模型厂商。阿里巴巴通过 Qwen 开源生态建立全球开发者心智，同时依托阿里云与电商业务的商业化变现基础，拥有最完整的“能力→生态→商业”闭环；字节跳动凭借豆包系列的多模态能力与数亿级用户流量，正在构建面向消费端与企业端的双轨商业化路径。随着大模型在企业端与消费端的渗透率逐步提升，平台的“流量×能力”飞轮效应将加速显现，有望带来新一轮的估值重估机会。

5.风险提示

算力出口管制升级，美国对华 AI 芯片出口管制政策仍存在反复收紧的可能，可能扰动企业的算力获取节奏与成本。

行业价格战侵蚀利润。大模型 API 定价竞争激烈，虽近期出现分化迹象，但中小厂商的盈利空间仍持续承压。

商业化进展低于预期。企业级落地面临成本、数据安全与模型可靠性等多重制约，技术能力与实际商业价值兑现之间可能存在落差。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。