

算力需求大爆发，国产替代进程加速

——国产GPU芯片行业深度

行业评级：看好

2026年7月13日

分析师
邮箱
证书编号

童非
tongfei01@stocke.com.cn
S1230524050005

分析师
邮箱
证书编号

张致远
zhangzhiyuan@stocke.com.cn
S1230525080001

1、互联网CSP需求拉动，行业进入规模化商业落地阶段

- 大模型训练持续扩容，推理需求伴随用户规模、调用频次及Token消耗增长加速释放，预计2029年中国通用GPU市场规模达到7153亿元，其中国产通用GPU市场规模达到2221亿元。海外先进芯片供给受限叠加国产产品性能与生态持续完善，加之互联网大厂批量导入国产算力，国内算力需求加速向本土厂商转移。据Bernstein预测，英伟达在中国AI芯片市场的份额可能由2025年约40%下降至2026年约8%，国产算力产业进入需求扩张与份额提升共振阶段。

2、大客户突破叠加供应链扩张，天数智芯迈向规模交付阶段

- 公司在互联网、AI大模型等关键行业项目持续增加。此外，公司近期拟配售募资约70.7亿港元，并将资金投向供应链保障、产品迭代及软件生态建设。我们认为，公司经营重点正由前期产品研发逐步向备货、交付及规模化商业落地延伸。

3、训推双线与全栈生态完善，代际性能对标国际顶尖架构

- 天数智芯2025年研发费用达9.74亿元，为产品迭代与技术突破提供长期支撑。公司产品架构升级节奏明确：2025年天枢架构实现对英伟达Hopper架构超越，算力利用率较行业平均提升60%，单GPU吞吐表现全面占优；2026年天璇、天玑产品将完成对Blackwell架构的对标与反超，新增ixFP4精度支持，覆盖全场景AI与加速计算；2027年天权产品剑指Rubin架构，探索更多精度与架构创新。四代产品稳步迭代，持续缩小与国际头部厂商技术差距，构筑深厚技术护城河。

4、收入进入高速增长阶段，经营杠杆逐步释放

- 2022—2025年，天数智芯营业收入由1.89亿元增长至10.34亿元，三年复合增速达到76%；随着收入规模扩张，公司费用率和净亏损率明显下降，2025年剔除股份支付后的经调整净亏损同比收窄32.1%，规模效应逐步显现。寒武纪、海光信息近年来收入和利润快速释放，验证国产算力芯片在突破客户验证、进入规模交付后具备较强经营杠杆。

相关标的：天数智芯、寒武纪、海光信息

- 1、算力需求不及预期风险。
- 2、技术研发与工艺突破不及预期风险。
- 3、供应链吃紧导致产能受限。
- 4、美对华技术封锁加强。

目录

CONTENTS

01

市场解构：2万亿市场与国产替代浪潮

02

格局重塑：国产GPU迈入商业化兑现期，天数智芯加速突围

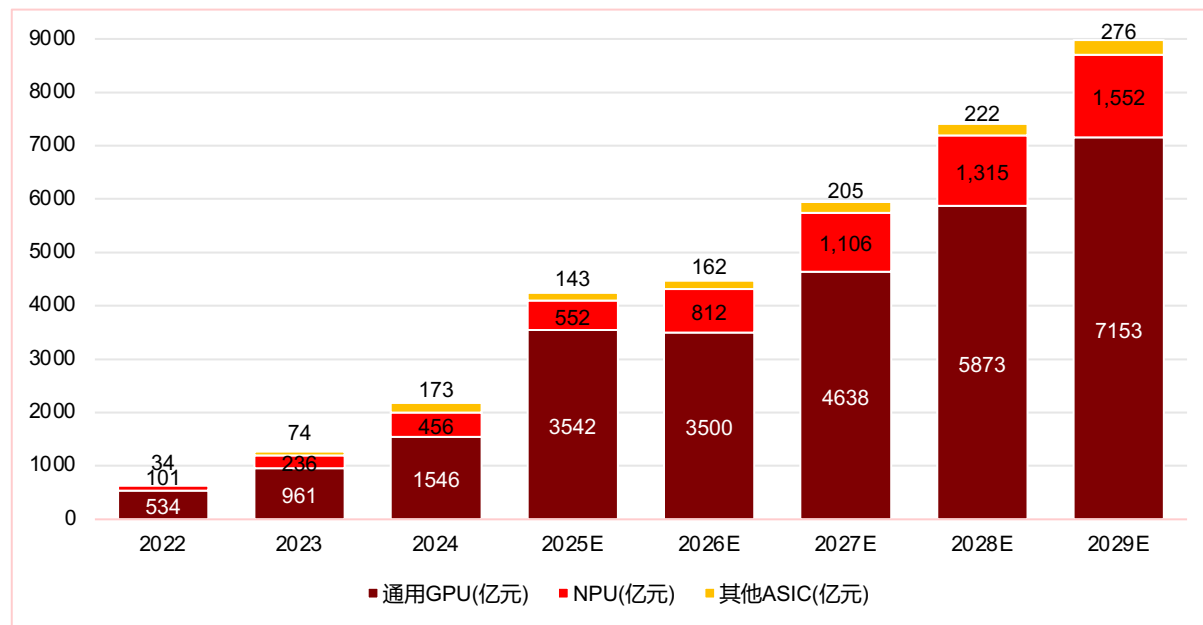
01

市场解构：2万亿市场国 产替代浪潮

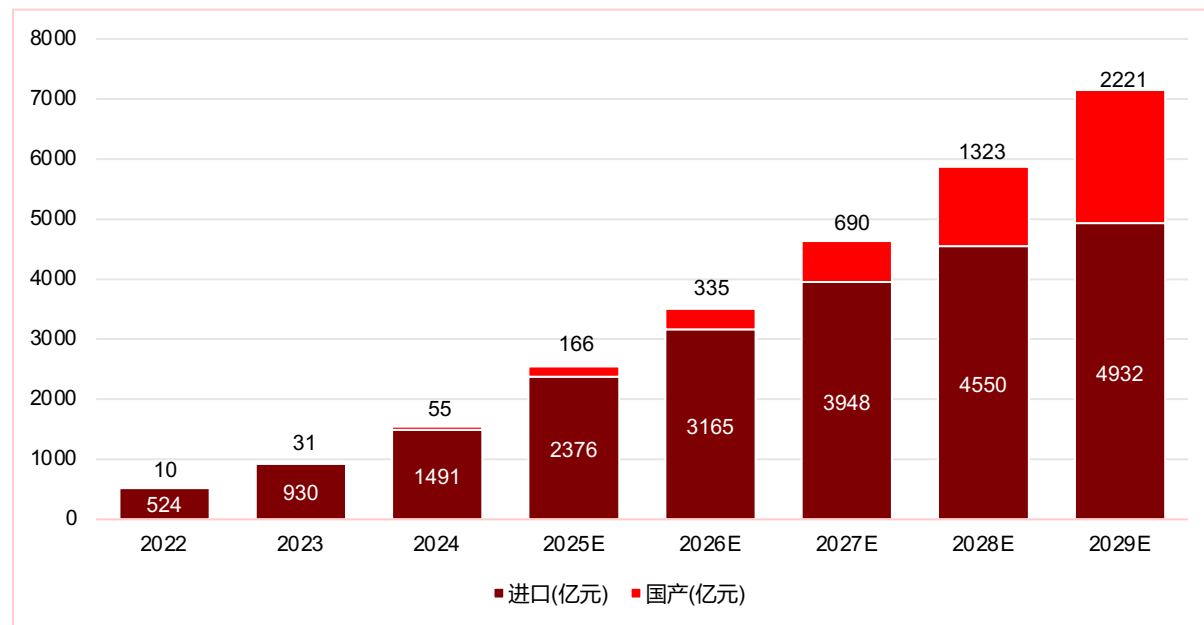
中国AI芯片市场整体呈高速扩容态势

- 通用GPU始终占据市场主导规模由2022年的534亿元持续攀升，预计2029年将达到**7153亿元**，2025-2029年复合增长率达19.2%。同时NPU、其他ASIC等专用AI芯片也随细分场景落地同步增长，构建起多元互补的产品格局。
- 从通用GPU市场的供给结构看，进口产品当前仍占据主要份额，但国产替代进程正加速兑现，国产通用GPU市场规模预计将从2022年的10亿元增长至2029年的**2221亿元**，2025-2029年复合增长率达**91.4%**。国产化率稳步抬升，本土算力厂商具备充足的成长空间与渗透红利。

中国AI芯片市场规模（按收入记）



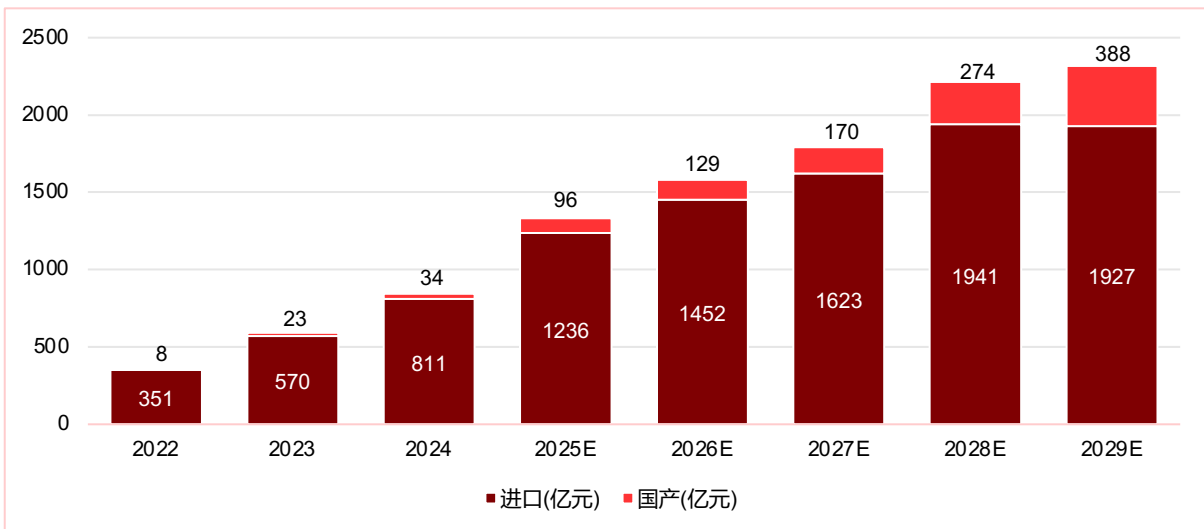
中国通用GPU市场规模（按收入记）



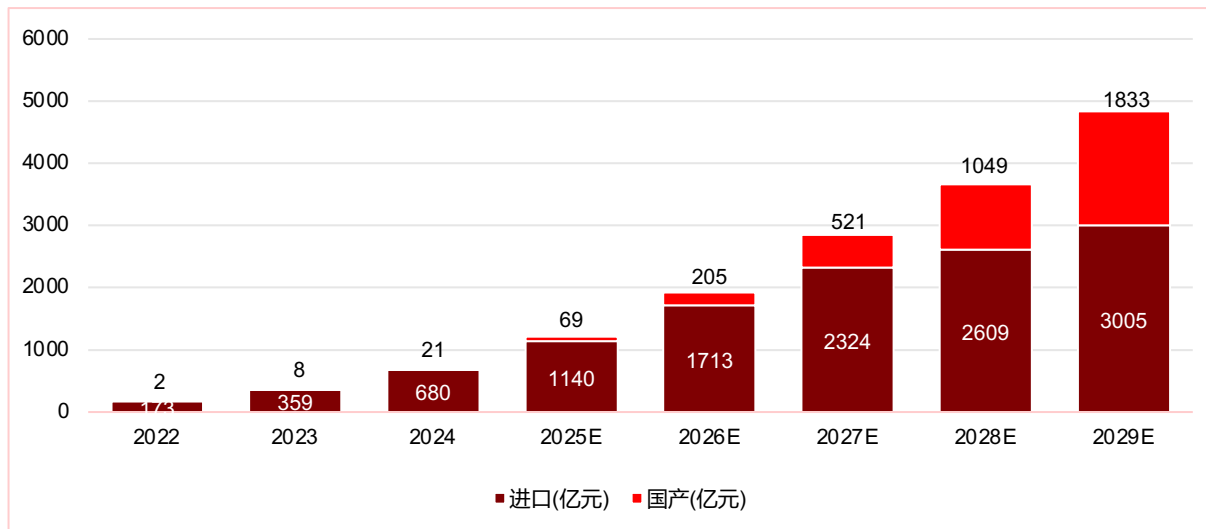
赛道扩容为国产厂商打开充足成长空间。

- 训练型市场作为AI算力核心底座持续稳健扩容，整体规模由2022年的359亿元增长至2024年的845亿元，预计2029年将达2315亿元，2025-2029年复合增长率达14.8%。其中国产训练GPU规模从8亿元攀升至**388亿元**，2025-2029年复合增长率达**41.8%**，国产化率稳步抬升。
- 推理型市场则随AI应用规模化落地释放更强增长弹性，整体规模由2022年的175亿元快速扩张，预计2029年将突破4800亿元，2025-2029年复合增长率达**41.4%**。且国产替代节奏更为迅猛，国产推理GPU规模从2亿元增长至1833亿元，2025-2029年复合增长率达**126.9%**。
- 国产化提升幅度显著领先。天数智芯训推两大赛道共振增长，叠加国产替代双重红利，具备训练、推理双线产品布局的厂商可充分把握双市场机遇，构筑更具韧性的成长曲线与更全面的市场竞争力。

中国训练型通用市场规模（按收入记）



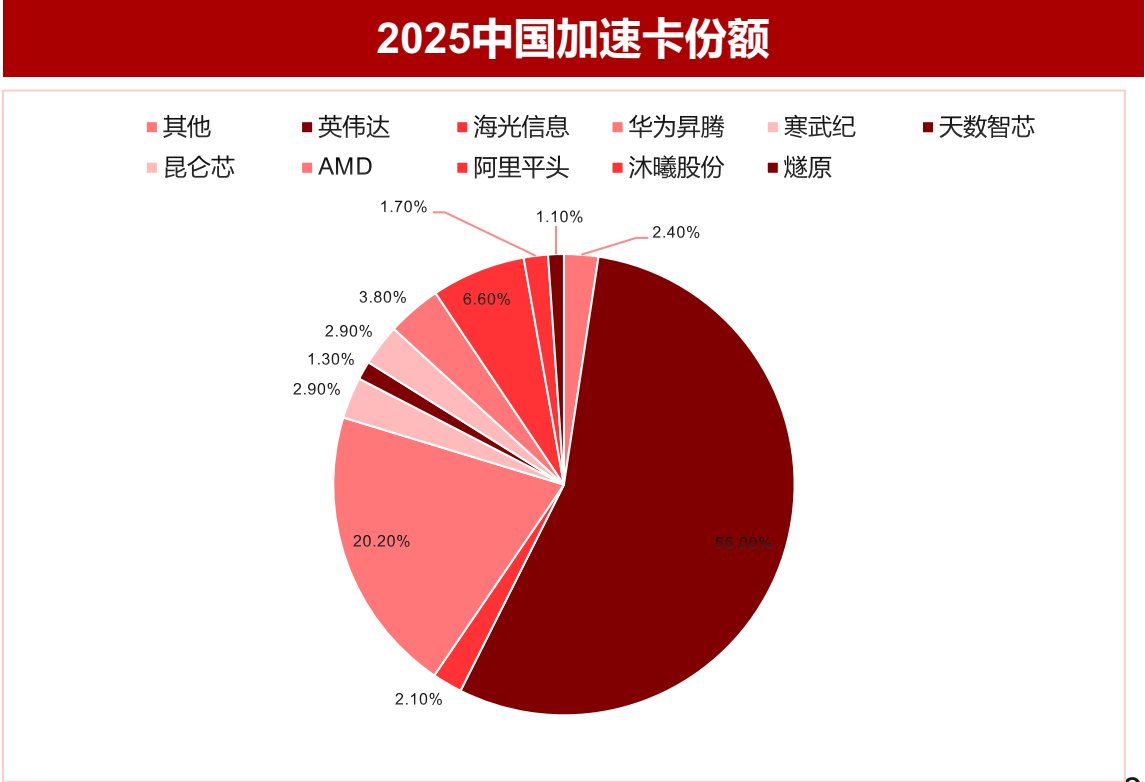
中国推理型通用市场规模（按收入记）



英伟达被动退出，释放市场份额

- 2025 年中国加速卡市场仍由英伟达占据 55% 的绝对主导份额，国产厂商整体占比偏低且格局分散，替代空间十分广阔。若 2026 年英伟达市场份额跌落至 8%，将有超 40 个百分点的海量市场空间集中释放，为国产算力产业带来历史性的替代窗口期。
- 溢出的算力需求将优先向具备成熟产品矩阵、商业化落地能力与生态适配基础的本土厂商倾斜，华为昇腾、海光信息、天数智芯等主流国产算力厂商有望率先承接订单红利，实现市场份额的跨越式提升，同时推动国产算力从“备选补充”加速转向“主流供给”，进一步夯实本土算力供应链的自主可控能力。

美对华制裁时间线		
轮次	时间线	事件
第一轮制裁	2022.10.07	美国要求对华A100性能阉割
第二轮制裁	2023.10	美国收紧AI芯片限制条件
	2023.10.18	美国叫停A800/H800等芯片发货
第三轮制裁	2023.11.17	美国禁售对华出售RTX 4090消费级显卡
第四轮制裁	2025.04.09	H20出口需许可证
	2025.04.14	H20出口许可证要求无限期生效



资料来源：36氪、腾讯新闻、搜狐、浙商证券研究所

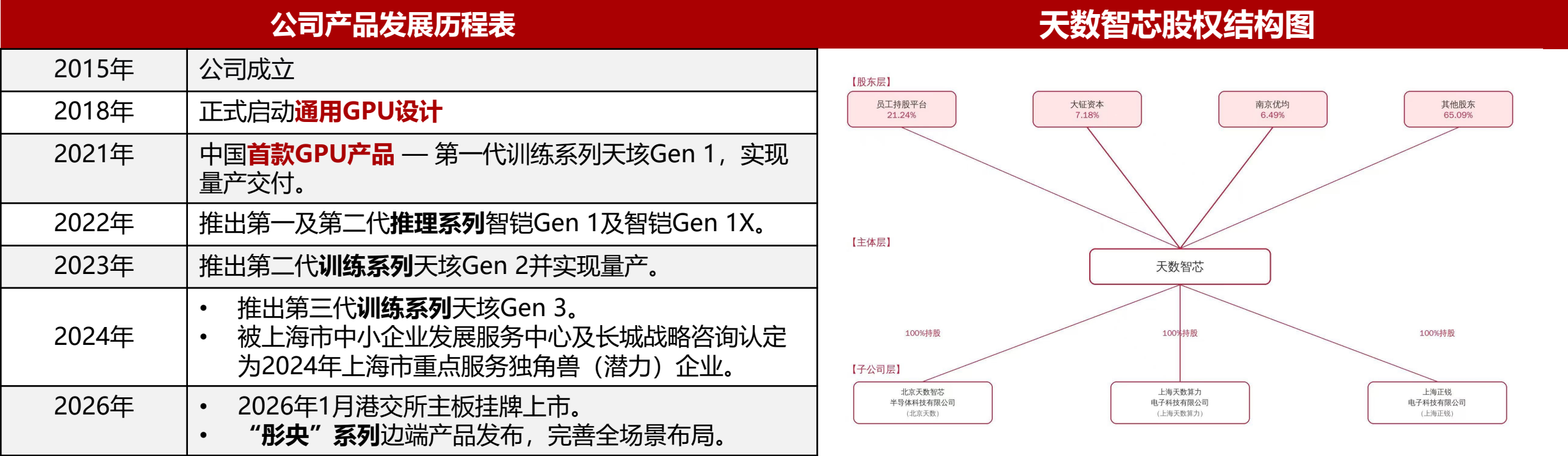
- **全国 AI 资本开支保持稳健高增态势。**2025 年总规模达 5449 亿元，预计 2026 年、2027 年将分别增至 7212 亿元、8517 亿元，两年复合增速约 25%，AI 算力产业下游需求具备充足的增长韧性与市场空间。
- **互联网大厂是 AI 资本开支的绝对主力。**2025 年开支 3566 亿元，占全国总量超 65%；预计 2027 年将达 6432 亿元，占比进一步提升至 75% 以上。同时其 AI 投入占自身资本开支的比例从 2025 年的 75% 逐年攀升至 2027 年的 85%，资本开支全面向 AI 算力倾斜，是拉动行业增长的核心动力。
- **运营商 AI 资本开支增长平缓。**2025-2027 年维持在 950-980 亿元区间，AI 投入占自身资本开支比例稳定在 33%，需求刚性但增长弹性较弱，是算力市场的稳定支撑力量。
- **其他行业 AI 资本开支小幅增长，**但占全国总开支的比例从 2025 年的 17% 逐年回落至 2027 年的 13%，反映出 AI 资本开支正加速向互联网大厂集中，头部云厂商与科技企业主导算力采购的格局进一步强化。

各行业AI资本开支测算（亿元）				
		2025	2026E	2027E
互联网大厂	AI资本开支	3566	5168	6432
	AI占资本开支比例	75%	80%	85%
运营商	AI资本开支	956	962	978
	AI占资本开支比例	33%	33%	33%
其他	AI资本开支	926	1082	1107
	其他行业AI资本开支占全国AI资本开支比例	17%	15%	13%
总计		5449	7212	8517

02

**格局重塑：国产GPU迈入
商业化兑现期，天数智芯
加速突围**

- 天数智芯（9903.HK）成立于2015年12月，总部位于上海张江，具备从芯片架构、算子库、编译器到硬件RTL仿真的全栈自研能力，**是国内领先的云端通用GPU高端芯片及AI算力系统提供商**，2026年1月8日于香港联交所主板上市。
- 股权结构：IPO后股权相对分散，无实际控制人。7家员工持股平台合计持股约21.24%，为单一最大股东集团；南京优昀持股6.49%，大钲资本持股7.18%为最大外部机构股东。管理团队：董事长兼CEO盖鲁江约17年财务与投资背景，主导公司多轮融资；COO刘铮深耕通信行业，统筹运营与商业化；核心研发骨干多来自NVIDIA、AMD，超三分之一研发人员具备10年以上行业经验，打通资本、运营、技术全链条。



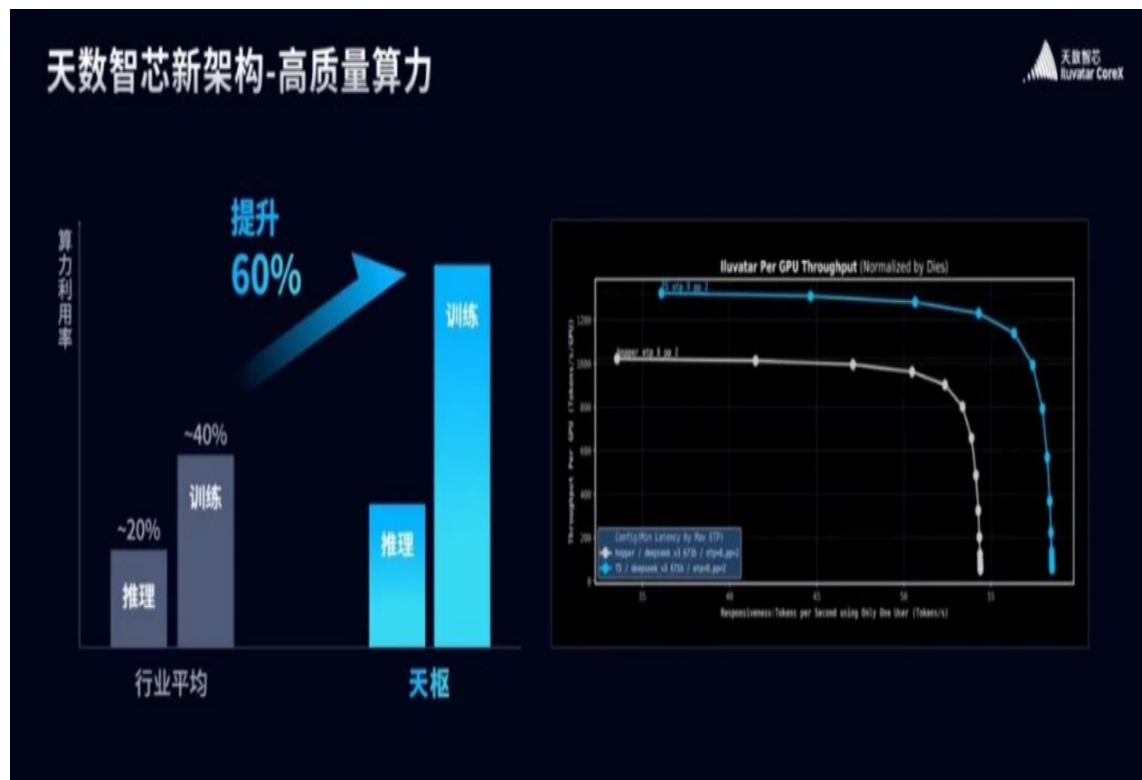
- 公司核心产品包括天垓系列(训练GPU)、智铠系列(推理GPU)和彤央系列(边端算力),形成"云边端协同、训推组合"的完整通用算力系统。天垓专注训练、智铠专注推理,均深度兼容CUDA生态,显著降低客户迁移成本;彤央覆盖边缘轻量化场景,标称算力为实测稠密算力,覆盖100T至300T。三线通过硬件专项分工,在大模型分布式训练、高并发量化推理等细分场景实现更高算力效率与集群协同表现。

产品矩阵表

产品线		产品特点	峰值算力	显存
训练系列	天垓Gen1	天垓系列专为AI模型训练打造,单卡可支持参数规模约700亿的大语言模型运行,集群部署时性能线性跃升且精度差异控制在0.6%以内	255TOPS	32GB
	天垓Gen2		384TOPS	64GB
	天垓Gen3		-	-
推理系列	智铠50	铠系列强化整数计算单元并优化数据通路,兼容GPTQ、AWQ等主流量化算法及vLLM、TGI等推理引擎,适配云端与边缘推理多场景需求	192TOPS	16GB
	智铠100		295TOPS	32GB
边端系列	彤央TY1000	彤央全系列产品的标称算力均为实测稠密算力,覆盖100T到300T范围。	192TOPS	16GB
	彤央TY1100		230TOPS	16GB
	彤央TY1100_NX		130TOPS	16GB
	彤央TY1200		300TOPS	32GB
算力解决方案	服务器	加速卡与软件集成	-	-
	算力集群	多节点计算系统		

- **2025年天数天枢超越Hopper架构（FP64-FP4全精度支持）** → 2026年天数天璇、天玑接连突破（新增ixFP4精度，完成对Blackwell架构对标与反超） → 2027年天数天权剑指Rubin架构。四代产品步步升级，始终以国际顶尖算力架构为标尺持续突破。
- **天枢架构以"高质量算力"为核心突破。**算力利用率层面，相较于行业平均约20%的推理算力利用率、约40%的训练算力利用率，天枢架构实现整体60%的利用率提升，大幅唤醒硬件算力潜力。实际性能层面，单GPU吞吐量实测数据显示，在不同响应延迟的业务场景下，天枢芯片吞吐表现均优于Hopper架构，即便在高tokens输出的高压场景下仍保持稳定高吞吐水平，兼顾了算力效率与业务响应速度。

天枢架构实现高质量算力提升图



- **硬件端**：天数芯片采用与A800相似的GPGPU架构，遵循GPC-TPC-SM-Cuda/Tensor Core层级设计，单芯4 GPC×4 TPC×4 SM，各SM集成张量与矢量核心；配64GB显存、16MB L2、192KB L1/共享存储，采用每4 SM共享L1的设计，区别于A800每SM独享192KB L1的方案，通过SM间数据共享降低L2带宽需求与内部布线消耗，具备差异化架构优化优势。
- **软件端**：天数芯片高度兼容CUDA生态：在CUDA/C++语法、grid/block/warp层级划分及stream计算流控制上与CUDA一致，支持CUDA stream的launch→execute→wait异步流程与CUDA Graph特性。硬件配备多流式调度单元，动态分发计算与通信任务，通过多流控制提升SM效率，适配低延迟、高吞吐推理场景。为提升硬件效率，自研了类cp.async的shared memory engine、高效tensor core等特殊优化指令。

天数智芯架构图



天数智芯类 CUDA 软件生态兼容性全景图

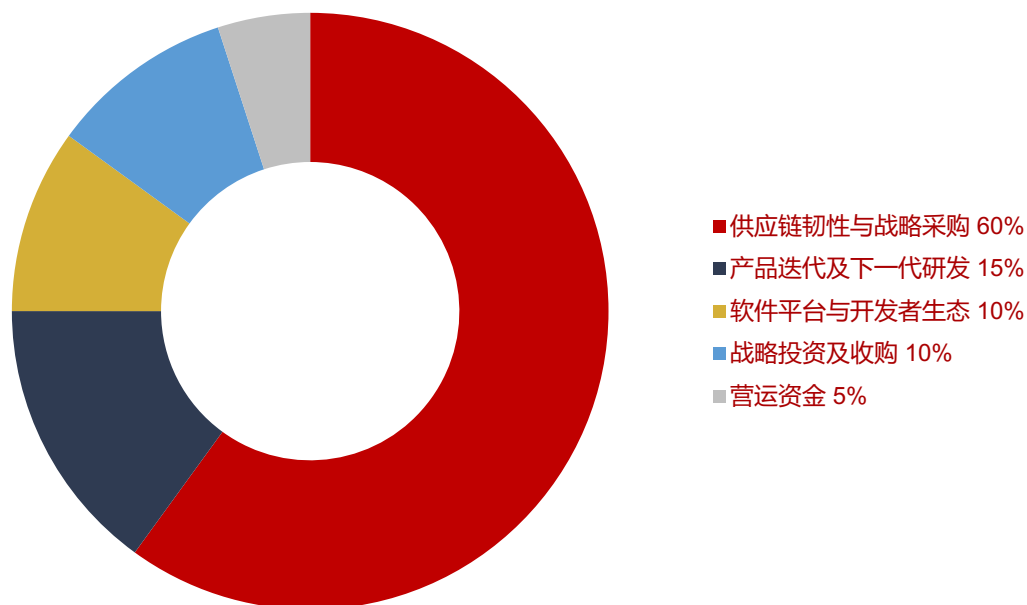
兼容 支持对应特性，但具体实现不同 不支持	计算框架		计算库	
	torch	tensorflow	cuDNN	cuFFT
	paddle	megatron	cuBLAS	cuRand
	deepspeed	...	cuSolver	...
多节点通信		CUDA kernel 语法		
P2P DMA	grid/block/warp 层级	内存 / 指令 barriers	warpSize=64	
NCCL reduce / gather ...	shared memory 各类 alu / sfu 指令	Tensor Core warp level MMA	cp.async / ldmatrix	
驱动层		多device API	编译器和工具	ptx ir
stream / event 多stream并行	CUDA graph 其它CUDA API ...	CUDA C++ 语法扩展 __global__ ...	时间轴性能工具 kernel性能分析工具	

- **产业链服务提供方纳入激励范围，利益深度绑定。**激励上限不超过已发行股份 5%，其中服务供应商分项限额 1%。激励对象包括对核心运营提供主要经常性服务的独立承包商——晶圆代工、封装测试、EDA 等产业链服务提供方均符合条件，有效期 10 年，归属期不少于 12 个月。

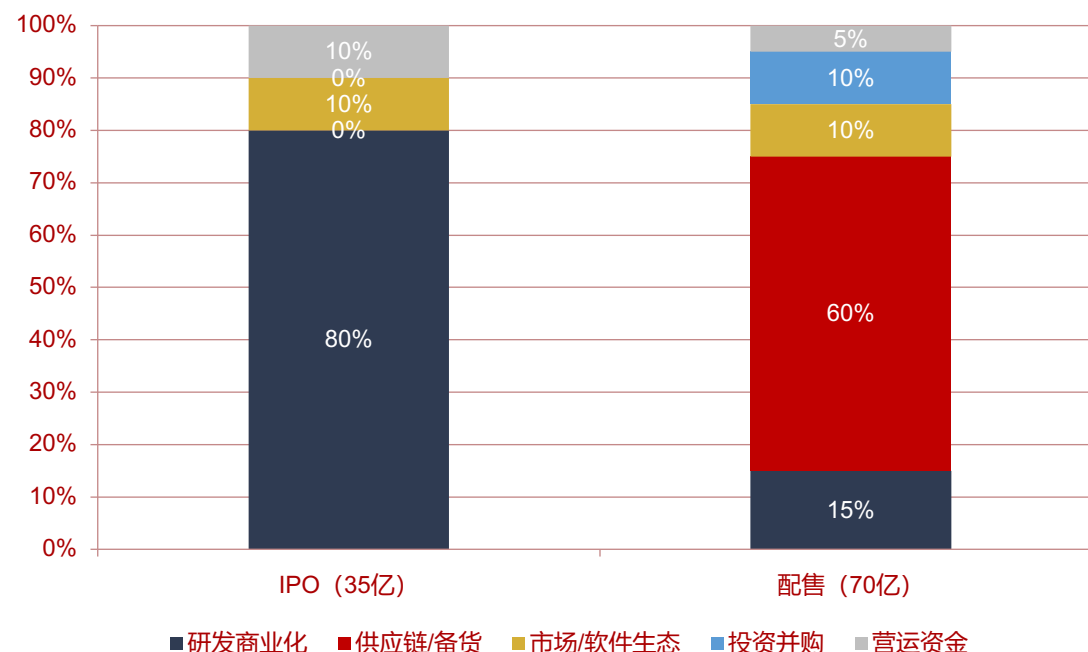


- **配售概况：**2026年7月9日公告配售1485.7万股新H股，配售价476港元/股（较前一日收盘560港元折让15%），募资总额约70.72亿港元、净额约70.34亿港元，占扩大后总股本约5.52%，预计7月13日完成。距今年1月IPO（净募35亿港元）仅半年，港股累计募资已超100亿港元。
- **配售缘由：**2026年初以来AI token消耗量爆发式增长，GPGPU算力需求激增、规模超出上市时预期；截至2026年5月31日，IPO募资中营运资金部分已动用超70%，难以覆盖行业爆发带来的资本开支缺口。
- **募资投向：**净额60%（42.2亿）用于关键材料及零部件供应链韧性与战略采购（晶圆、内存、基板、封装材料、PCB及服务器零部件）；15%（10.55亿）产品迭代及下一代研发；10%（7.03亿）软件平台与开发者生态；10%（7.03亿）战略投资并购；5%（3.52亿）营运资金。

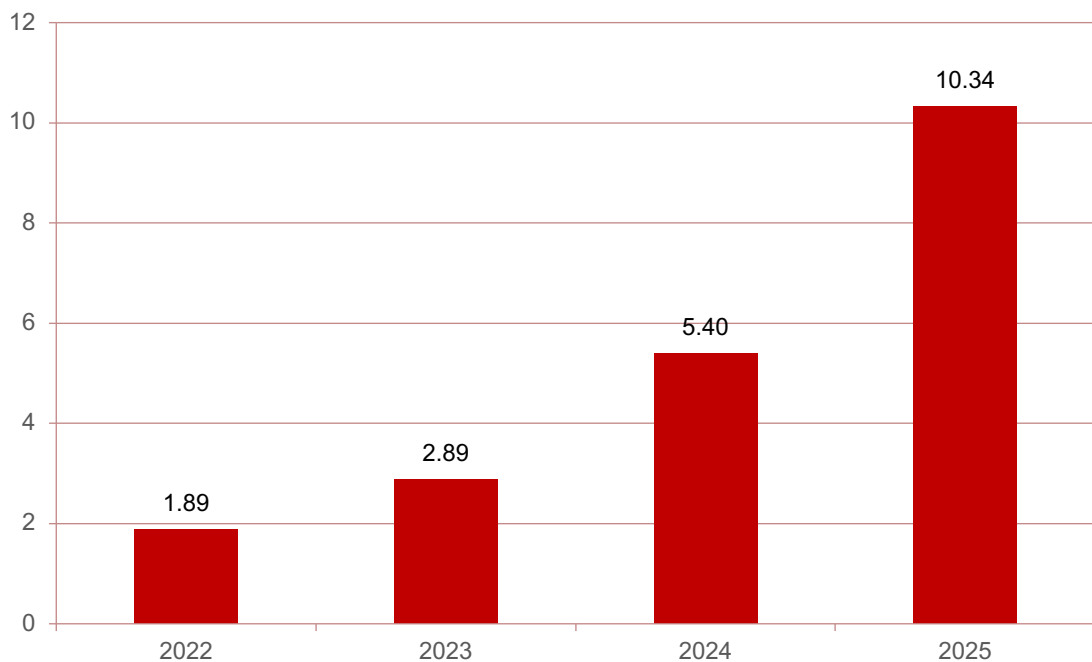
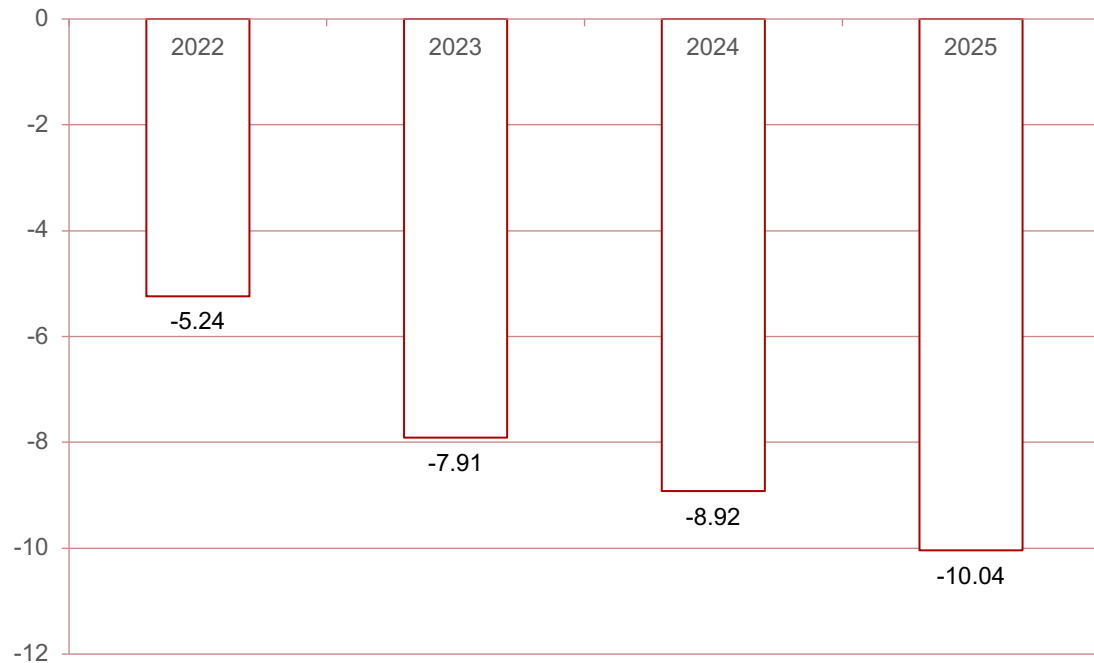
配售募资净额70.34亿港元用途分配



资金投向转向：从“砸研发”到“囤原材料保交付”

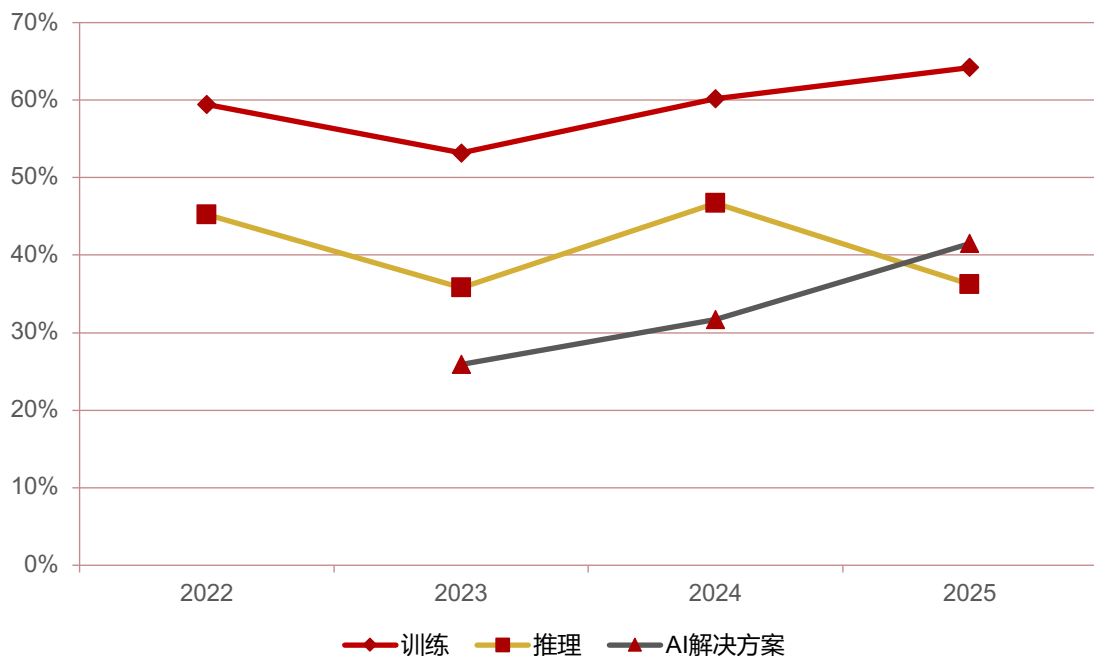


- **营收高速增长**：2022-2025年营业收入由1.89亿元增至10.34亿元，三年复合增长率76%，2025年同比增长91.6%。通用GPU业务贡献9.23亿元（占比89.3%），其中训练系列5.84亿元（+117%）、推理系列3.39亿元（+239%）、AI算力解决方案0.96亿元。
- **亏损持续收窄**：归母净亏损由2022年5.24亿元扩大至2025年10.04亿元，但其中含股份支付5.26亿元（非现金、一次性）；剔除后经调整净亏损仅4.38亿元、同比收窄32.1%，核心经营亏损快速收敛，盈利拐点渐近。

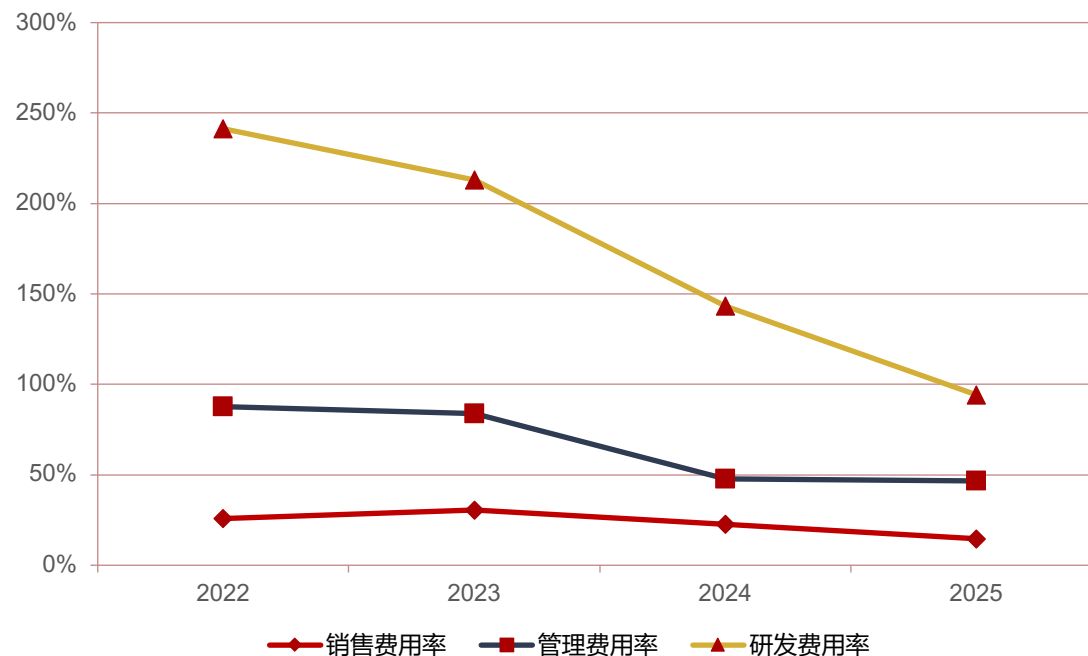
营业收入：三年由1.89亿增至10.34亿（CAGR 76%）**归母净亏损10.04亿，剔除5.26亿股份支付后经调整仅亏4.38亿**

- **盈利结构分化：**训练系列毛利率稳步升至64.2%，盈利韧性强；推理系列毛利率2025年降至36.2%（2024年46.7%，降价换量）；AI算力解决方案毛利率升至41.5%，综合毛利率企稳回升至54.0%。
- **费用摊薄 + 研发加码：**规模效应下销售费用率降至14.66%，管理、研发费用率随营收基数扩大持续摊薄；研发投入由2022年4.57亿元增至2025年9.74亿元，为训推双线迭代筑牢技术壁垒。

分产品毛利率：训练升至64.2%，推理降至36.2%



三大费用率随营收摊薄，规模效应显现

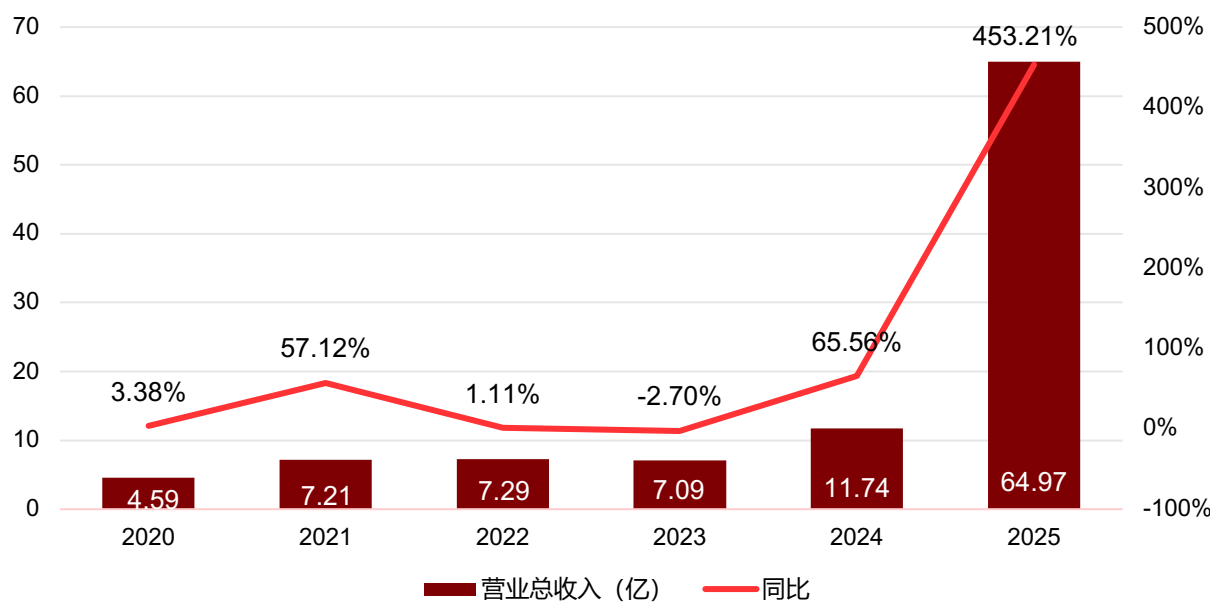


- 中科寒武纪科技股份有限公司（688256.SH）成立于2016年3月，2020年登陆科创板，是中国首家上市的AI芯片公司，被誉为“AI芯片第一股”。公司源自中科院计算所，由陈天石博士创立，专注于人工智能芯片产品的研发与技术创新，致力于打造人工智能领域的核心处理器芯片。
- 这条时间线完整呈现了寒武纪“产品快速迭代+资本化赋能”的成长路径：公司成立后以云端推理芯片为切入点，保持1-2年一代的高频更新节奏；2020年登陆科创板获得资本支撑后，补齐训练芯片能力、完善产品矩阵，最终通过思元590完成高端训推一体算力的卡位，产品升级节奏与国内AI大模型爆发、算力国产化替代的产业窗口高度契合。

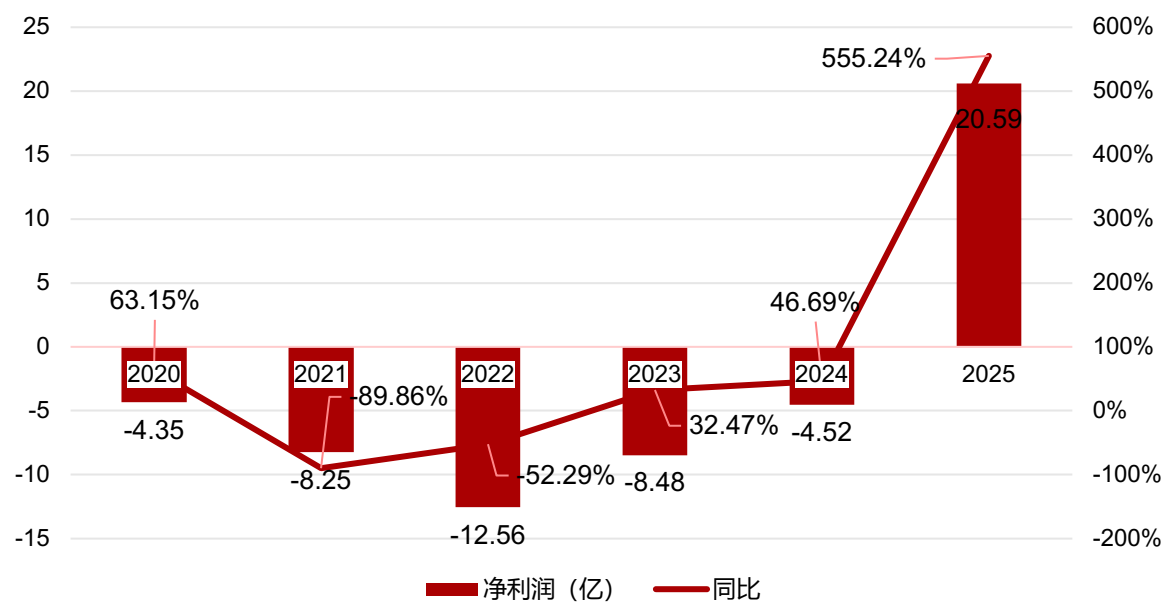
公司产品发展历程	
2016年	• 公司成立 • 发布 1A 处理器
2017年	• 发布1H 处理器
2018年	• 发布1M 处理器 • 首款云端推理芯片思元 100 (MLU100) 芯片 • 承办世界人工智能大会 - 智能芯片全球峰会
2019年	• 思元 270 (MLU270) 芯片 • 首款边缘端芯片思元 220 (MLU220) 芯片
2020年	• 科创板上市
2021年	• 思元290首颗7nm芯片及MLU290-M5
2022年	• 发布新款AI训练卡MLU370-X8
2025年	• 新一代云端产品思元590芯片

- 寒武纪 2020-2025 年的营收走势清晰印证公司步入商业收获期，2020 至 2023 年公司处于技术迭代与市场培育阶段，营收长期在 4-7 亿元区间低速波动，2023 年甚至出现小幅下滑；2024 年受益于 AI 算力需求爆发与国产替代加速，营收首破 10 亿元，同比增长 65.56%，增长拐点显现，2025 年增长势能全面释放，全年营业收入达 64.97 亿元，同比大幅增长 453.21%，营收规模实现量级跨越。
- 利润端同步兑现盈利质变，2020-2022 年受高额研发投入与低营收基数拖累，亏损持续扩大，2022 年净利润亏损达 12.56 亿元，2023 年后随产品成熟与营收起量，亏损持续收窄，2025 年成功扭亏为盈，全年净利润达 20.59 亿元，同比增速高达 555.24%，盈利弹性显著高于营收增速，规模效应下费用快速摊薄，标志着公司已跨越早期研发投入阶段，正式进入产品规模化落地、盈利持续释放的商业收获周期。

公司2020-2025营业收入



公司2020-2025净利润



- 公司成立于2014年12月，2022年在科创板上市，公司的主营业务是研发、设计和销售应用于服务器、工作站等计算、存储设备中的高端处理器。公司的产品包括海光通用处理器（CPU）和海光协处理器（DCU）。
- **秉承“销售一代、验证一代、研发一代”的产品研发策略。**海光 CPU 兼容 x86 指令集及国际主流操作系统与应用软件，性能优异、生态丰富，已广泛应用于电信、金融、互联网、教育、交通等行业。海光 DCU 基于 GPGPU 架构，兼容"类 CUDA"环境及主流 AI 软件，主要面向大数据处理、人工智能和商业计算领域。
- **公司持续加大 DCU 软件方面投入，打造自主开放的完整软件栈。**

公司发展进程图

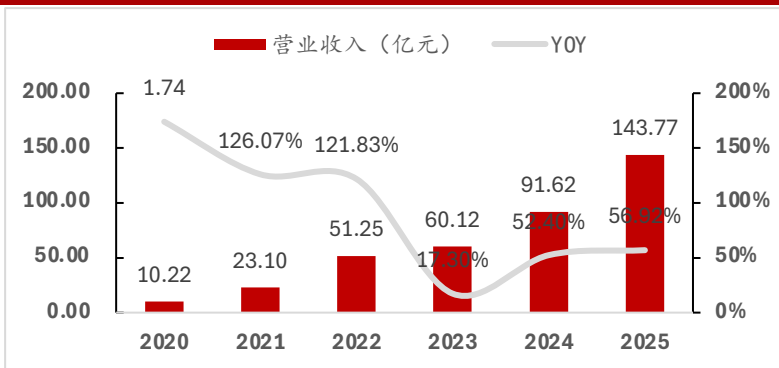
2014年	公司成立
2016年	2016年3月，基于AMD授权技术公司启动 海光一号CPU 产品设计 。
2017年	2017年7月，公司在海光一号基础上，启动了 第二代CPU 海光二号 的产品研发工作。
2018年	• 2018年2月，公司在海光二号CPU 基础上，启动第三代CPU 产品海光三号研发工作。 • 2018年10月，公司启动深算一 号DCU 产品设计。
2019年	2019年7月，公司启动了 第四代CPU 产品海光四号 的研发工作。
2020年	2020年1月，公司启动了 第二代DCU 深算二号 的产品研发工作。
2022年	公司科创板上市
2023年	深算二号发布
2025年	• 深算三号投入市场 • 深算四号研发中

产品矩阵表

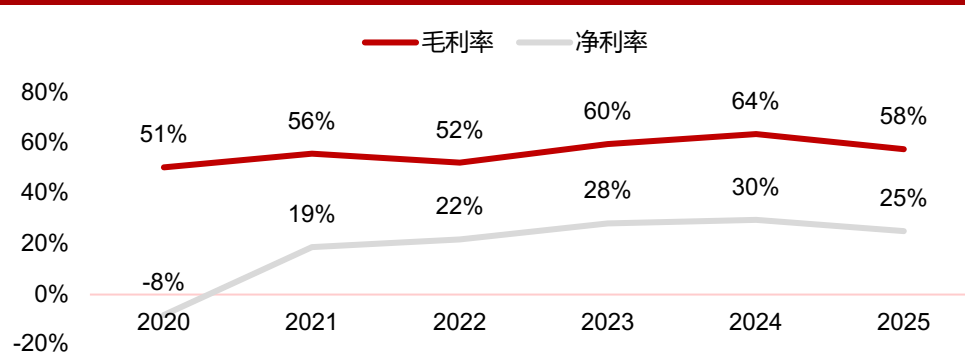
产品线	产品特点	应用场景
CPU	3000 系列 海光 CPU 主要面向复杂逻辑计算、多任务调度等通用处理器应用场景需求，兼容国际主流x86处理器架构和技术路线，具有优异的系统架构、高可靠性和高安全性、丰富的软硬件生态等优势。	面向数据中心的旗舰级高性能处理器
	5000 系列	面向行业客户的主流中端处理器
	7000 系列	面向多场景的高性价比处理器
DCU	8000 系列 海光 DCU 属于 GPGPU 的一种，采用通用并行计算架构，能够较好地适配、适应国际主流商业计算软件和人工智能软件。	科学计算、人工智能计算提供算力，支持深度学习训练、推理场景等。

- 营收进入快速增长模式，盈利能力显现提升。营收 6 年从 10.22 亿到 143.77 亿，CAGR 约 69.5%。
- 毛利率领先行业，净利率稳步提高。随着盈利能力更强的高端处理器产品扩大量产，公司毛利率与净利率水平不断提升。合同负债从 2024 年末约 9 亿飙升至 2025 年末 20.19 亿，客户提前锁定产能，订单充沛。
- 预计到2029年，年全球 AI 服务器出货量将达到547万台，带动 CPU 和 AI 芯片需求激增。国内市场，人工智能产业链与商业化应用进入了高速发展阶段，对加速卡等硬件的需求持续攀升。

公司营收及同比增速图



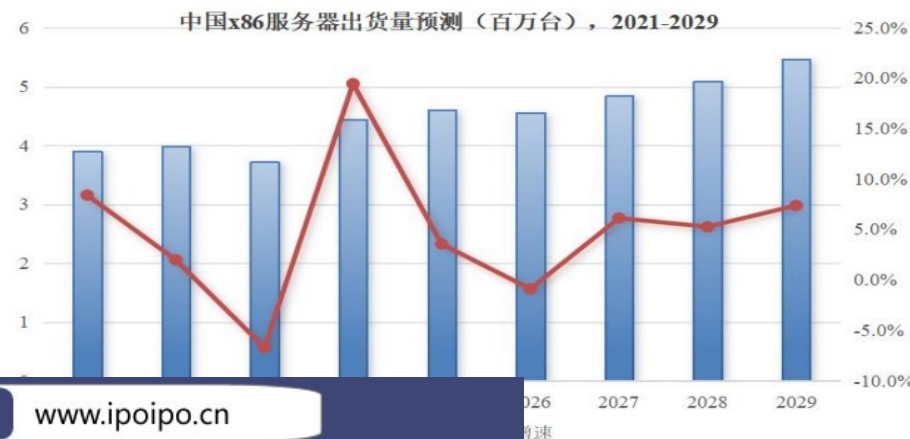
毛利率、净利率图



中国加速服务器出货量预测图



中国 x86 服务器市场出货量预测图



- **定位：**昇腾是华为（海思设计）的AI芯片品牌与全栈计算生态，非独立上市公司，是国产算力份额最高的玩家（2025年中国加速卡市场约20.2%，居国产第一）。以自研CANN（对标CUDA）+ MindSpore + openEuler构建完整软件栈。
- **产品与打法：**芯片按“一年一代、算力翻倍”演进（950→960→970）；单芯片制造受限，以极致算力架构+灵衢UnifiedBus互联，将大量芯片整合成超节点，在集群层面实现超越。950PR已于2026年3月商用、950DT提前至8月上云。

产品线 / 型号	代际	关键规格	量产 / 上市	定位与场景
昇腾910C	第三代	800TFLOPS(FP16), 128GB HBM 3.2TB/s, 互联784GB/s	2025Q1（在售）	训练+推理通用底座，支撑千亿参数模型
昇腾950PR	第四代	1PFLOPS(FP8)/2PFLOPS(FP4), 自研HBM 144GB 4TB/s	2026Q1	推理Prefill与推荐场景
昇腾950DT	第四代	同950PR算力, HBM 128GB 1.6TB/s, 互联2TB/s	2026Q4	推理Decode与训练，超节点主力芯片
昇腾960 / 970	第五 / 六代	FP4算力4→8PFLOPS, HBM 288GB, 逐代翻倍	2027Q4 / 2028Q4	面向更大规模训练与超节点集群
Atlas 950超节点	系统级	8192卡 / FP8算力8 EFLOPS / 内存1152TB / 带宽16.3PB/s	2026Q4上市	万卡级大模型训练与推理算力底座

- 1、算力需求不及预期风险**，若AI应用落地或下游客户资本开支不及预期，全球算力需求增长可能放缓。需求疲软将直接导致GPU出货量与价格承压，进而影响相关厂商业绩表现。
- 2、技术研发与工艺突破不及预期风险**，国产GPU在先进制程与软件生态等核心领域仍存差距，若关键技术迭代滞后，产品竞争力提升将面临瓶颈。研发突破不及预期可能导致国产替代进程放缓，市场份额拓展受阻。
- 3、供应链吃紧导致产能受限**，GPU制造高度依赖先进制程代工及HBM等关键零部件，若上游产能持续紧张，行业整体供应能力将受到约束。产能受限不仅可能导致交付延迟，还将推高生产成本，压缩企业盈利空间。
- 4、美对华技术封锁加强**，若美国进一步收紧高端GPU及半导体设备出口管制，国内厂商获取先进技术的渠道将受到更严格限制。技术封锁升级或加剧供应链安全风险，对产品迭代及海外市场拓展造成阶段性冲击。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>