

从行云科技三签补充协议看算租下游兜底现状

——算力租赁行业深度报告

投资要点

□ 事件：公司 7 月内公告三签补充协议，下游客户加价锁定算力。

行云科技（300209）在 2026 年 7 月内先后与 VC 客户、V 客户、VB 客户签署三笔补充协议，均以加价锁量为核心条款，调价方式涵盖量价齐升、纯涨价与保价+调价三种形态：

1) 7 月 1 日，VC 客户：控股子公司海南行云与 VC 客户同日签署《计算平台服务协议》及《补充协议》，协议金额由 48.54 亿元上调至 55.08 亿元（5 年期），租赁价格上浮约 13.5%；其中首批已交付算力单元价格维持不变，剩余单元价格上调。

2) 7 月 13 日，V 客户：全资子公司悦云树与 V 客户（央企上市公司）签署两份《服务器租赁协议之补充协议》，合计上调含税租金 28.79 亿元，较原签约金额上调约 79%，并将“全部验收后统一起租”改为分批起租。

3) 7 月 29 日，VB 客户：全资子公司深圳行云与 VB 客户（头部长文本大模型服务商）签署《补充协议》，算力服务单元由 128 个翻倍至 256 个，单位服务费同步上调，合同总金额由 10.14 亿元调整至 30.53 亿元，较原签约金额提升 201.14%。

我们认为，下游客户在验证算力租赁服务商“拿卡+交付”能力后，愿意主动为算力溢价买单。

□ 下游“兜底”验证需求刚性，三层递进锁定收入确定性。

我们认为，三笔补充协议的意义应看到其背后下游客户对算租厂商的三层兜底——从价格到规模，再到条款信用。

第一层：价格兜底——客户主动提价，为硬件涨价风险兜底。

B300 服务器国内渠道报价已从年初约 400 万元/台升至 7 月约 1450 万元/台，美国官方售价约 55 万美元，算力硬件价格处于快速上行通道。对算租厂商而言，最大经营风险是“高价采购设备、低价签长期合同”的错配——而三家客户在签约后仅 1-3 个月内主动重签合同提价，实质是把硬件涨价风险从算租厂商转嫁回了需求方。这意味着项目收益率在设备采购前即被锁定，而非事后被动承担成本上行。

第二层：规模兜底——翻倍锁量，为产能扩张兜底。

VB 客户在仅交付 8 个单元的情况下，直接将订单量翻倍至 256 个单元，并要求 8 个月内完成全部交付。按公告口径（1 单元=18PFLOPS Dense FP16），256 个单元合计约 4,608 PFLOPS 可调用算力，约对应 256 台 8 卡 B300 服务器。我们判断，客户在供给紧缺期锁定的并非当下算力，而是未来 8 个月的产能优先分配权——规模翻倍验证的是供不应求的持续性，而非一次性的需求脉冲。

第三层：信用与条款兜底——违约金+保证金+固定收入，锁定收入下限。

三笔订单的客户结构（1 家央企上市公司+1 家头部大模型厂商）本身即为履约信用背书，条款设计进一步强化了收入确定性。V 客户提前终止须支付剩余租金 20% 的违约金（根据测算，若 V 客户提前终止订单，行云科技在该订单的

保底收入仍大于 44 亿元），子公司悦云树已缴纳 1 亿元履约保证金形成双向约束；VB 合同中约 2.98 亿元为“固定服务费”——公告明确不随客户 Token 业务收入波动；VC 合同则约定任何一方提前终止构成严重违约，违约金为剩余租金的 100%。综合来看，三层条款共同指向一个结论：即使下游自身业务遇到波动，行云科技的算租收入不受影响。

□ 三笔订单单台年租金收敛至 226-239 万元同一价格带。

行业评级：看好(维持)

分析师：冯翠婷

执业证书号：S1230525010001

fengcuiting@stocke.com.cn

相关报告

1 《亚马逊：AWS 与订单加速兑现，AI 投入进入收入放量期》 2026.07.31

2 《微软：Azure 与订单增速同步提升，云业务景气度延续》 2026.07.31

3 《Google：云收入加速兑现，广告业务稳定，现金流约束开始显现》 2026.07.31

我们测算发现，由于三笔订单原签约时间差，基础金额及后续租金上修涨幅差异较大（13.5%-201%），但标准化后的每台 8 卡 B300 服务器年租金明显收敛。签订补充协议后 VB 客户单台年租金约 239 万元（含 Token 收入）、V 和 VC 约 226 万元，三笔落在 226-239 万元的同一价格带。这一收敛印证了算力租赁市场正在形成统一的租金定价中枢，并非各客户间的随机博弈。

三笔订单补充后合计年均租金约 30.2 亿元，对应约 1,320 台 8 卡 B300 服务器、约 2.38 万 PFLOPS（Dense FP16）的算力需求。

□ 从“签约潮”到“加价潮”：算力租赁定价逻辑切换，继续提示赛道型机会。

26 年上半年算力租赁板块的上涨主要由“签约潮”驱动——市场定价的是供给端的拿卡能力，本质上是在交易“谁能拿到 GPU”。而行云科技三签补充协议标志着行业正在进入“加价潮”阶段，定价逻辑从供给端切换至需求端——市场开始验证：“客户是否真的愿意为算力付更多钱？”

我们判断，行云科技作为具备拿卡及交付能力的核心算租厂商，三次被客户主动加价锁量，验证了需求的真实性与刚性。当前公司 2026 年半年度业绩已扭亏（营收同比+497.11%，归母净利润+540.15%），在手算力及存储重大合同合计约 154 亿元，业绩兑现确定性显著抬升。

我们继续提示行云科技等算力租赁赛道型机会，推荐逻辑：

- 1) 交付已验证：VB/V/VC 三笔首批设备均已交付并获客户认可，拿卡+交付能力的稀缺性在高端 GPU 供给受限背景下仍在强化；
- 2) 需求在扩大：国内 token 调用量连续十一周稳居全球首位，根据 OpenRouter 最新数据，到 2026 年 7 月，国内周调用量 27.58 万亿 Token。公司的客户加价发生在签约后仅 1-3 个月，且客户结构为央企+头部大模型厂商（预算刚性强），说明算力缺口在扩大而非收敛；
- 3) 定价在收敛：三笔订单单台年租金收敛于 226-239 万元，以 B300 现货价静态计算新采购设备回收期约 6 年，以低价锁单厂商的成本优势凸显。
- 4) 运营能力已验证：7 月 20 日，公司以“5 年固定租金+3 年存续期 70%/30% 利润分成”模式向国资 SA 供应商采购 32 套 GPU 算力服务（含税 2.9957 亿元），供应商在 3 年存续期间接受利润分成而非固定报价，使公司采购成本具备弹性。“下游锁定收入下限、上游转化为弹性成本”的模式使行云科技在供需两端均具备议价能力，“双边分成”的运营模式已初步成型。

□ 投资建议：我们继续看好算力租赁业务供需两旺，Q2-Q3 可关注相关公司业绩端及资产端“固定资产+在建工程+其他非流动资产（预付设备款）”等项目扩张，建议重点关注：

- 1) 算力租赁老牌龙头：利通电子、协创数据、宏景科技等；
- 2) 转型算力租赁且有成效：行云科技、杰创智能、华策影视、平治信息等；
- 3) IDC 业务：东阳光、润泽科技、三人行等；
- 4) 美股算租龙头：Nebius，CoreWeave。

□ 风险提示

- 1) 算力交付不及预期：VB 合同约定 8 个月内交付 256 单元为硬约束，逾期经催告客户可无责解约；
- 2) GPU 供货及跨境物流等外部因素不可控，可能影响交付节奏；
- 3) 宏观环境、行业政策及国际贸易环境变化或致下游需求收缩。

正文目录

1 订单涨价对比：纯涨价、量价齐升、保价+调价三种形态	5
2 下游“兜底”的三个层次：价格、规模、信用	5
3 四维测算：算力需求、租金涨幅、年均租金、每台年租金	6
4 增量催化剂：SA 供应商协议补全"双边分成"拼图	7
5 从“签约潮”到“加价潮”，继续提示算力租赁赛道型机会	7
6 风险提示	8

图表目录

表 1: 行云科技三笔补充协议对比.....	5
表 2: 算力需求、租金涨幅、年均租金、每台年租金测算表.....	6
表 3: 行云科技双边分成模式对比.....	7
表 4: 算力租赁行业公司估值表（截止日期：2026-07-31）.....	9

1 订单涨价对比：纯涨价、量价齐升、保价+调价三种形态

三笔补充协议由于前期签约时间及基础价格不同，调价结构各不相同：

表1：行云科技三笔补充协议对比

客户	客户类型	调价形态	单价涨幅	规模变化	总金额变化
VB 客户	头部长文本大模型厂商	量价齐升	已交付 8 单元+21.21%； 新交付 248 单元+36.36%	128→256 单元（翻倍）	10.14 亿→30.53 亿 （+201.14%）
V 客户	央企上市公司	纯涨价	整体约+79%（分批次差异化调价）	台数不变	约 36.4 亿→约 65.2 亿 （+79%，根据涨幅反推）
VC 客户	未披露	保价+调价	已交付单元保价，剩余单元调价，综合上浮约 13.5%	单元数不变	48.54 亿→55.08 亿

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

需关注 VB 客户合同的一个细节：其 6 月原合同中明确约定“‘服务期间价格不变’，乙方若擅自涨价或中断服务需按未执行服务期金额的 100% 支付违约金”。这说明在合同框架下，7 月补充协议中的提价是甲方主动发起。V 客户同理：两份租赁协议 4 月签订、7 月即加价 79%，期间不过三个月。下游客户修改自己锁定的合同金额并且加价扩量，直接反映当前下游算力供不应求的现象。

VC 客户 13.5% 的涨幅低于另外两笔，原因是定价基准时点不同：V 客户原合同签于 4 月、VB 签于 6 月中，定价基准是涨价前的旧行情，补充协议是“旧价向新价补涨”；而 VC 合同 7 月才签署，48.54 亿元的原始定价已经反映 6-7 月涨价后的市场行情，上调空间自然收窄。三笔订单合并来看，呈现“越晚签约、定价基准越高”的租金上行趋势。

三笔补充协议的共同前提：加价全部发生在客户实际验证交付之后——VB 已交付 8 个单元、V 客户首批服务器已交付并进入验收、VC 披露时已有首批单元交付。客户是在亲眼验证“拿卡+交付”能力之后，才愿意主动加价锁量。这说明在高端 GPU 供给紧缺的当下，拿卡及交付能力就是算租厂商的核心壁垒，也是其获得下游兜底定价的前提。

2 下游“兜底”的三个层次：价格、规模、信用

我们认为本轮算租下游兜底体现在三层递进的维度：

第一层：价格兜底——客户主动上修租金，为硬件成本上行兜底。 B300 国内渠道报价已从年初约 400 万元/台升至 7 月的约 1450 万元/台，美国官方售价约 55 万美元，算力设备价格大幅上行。对算租厂商而言，经营风险是“高价买设备、低价签合同”的错配；而下游主动加价 79% 甚至接受翻倍锁量，实质是把硬件涨价风险从算租厂商转嫁回需求方——租金重定价先于设备采购完成，项目收益率在采购前即被锁定。

第二层：规模兜底——翻倍锁量为产能扩张兜底。 VB 客户在已交付仅 8 个单元的情况下，直接将订单量翻倍至 256 个单元，并要求乙方在 8 个月内完成全部交付。按 18PFLOPS（Dense FP16）一个计费单元换算（公告口径），256 个单元合计 4,608 PFLOPS 可调用算力，约对应 256 台 8 卡 B300 服务器、约 2,048 张 GPU。客户在供给紧缺期锁定的不是当下的算力，而是未来 8 个月的产能优先分配权。

第三层：信用与条款兜底——违约金、保证金与固定收益结构。 三笔订单的客户结构（1 家央企上市公司、1 家头部大模型厂商）本身即为履约信用背书；条款设计进一步强化

了收入确定性：V 客户虽将期限结构调整为“3 年固定+2 年非固定”，但提前终止需支付未履行租金总额 20%的违约金（根据测算，若 V 客户提前终止订单，行云科技在该订单的保底收入仍大于 44 亿元），且子公司悦云树已缴纳 1 亿元履约保证金形成双向约束；VB 客户合同中约 2.98 亿元为“Token 收入相关的固定服务费”——公告明确不因客户实际 Token 业务收入的增减而调整，实质是穿越下游业务波动的固定收入；VC 客户合同则约定了三笔订单中较强的履约锁定期条款——签署之日至 5 年服务期满，任何一方单方面提前终止即构成严重违约，违约金为“剩余服务月份×月服务费”（即剩余租金的 100%），并约定甲方原因导致的服务中断期间照常付费。

3 四维测算：算力需求、租金涨幅、年均租金、每台年租金

我们按“合同总额/5 年”口径，对三笔订单的四个维度进行统一测算（B300 假设：1 计费单元=18PFLOPS Dense FP16 可调用算力；按 B300 单卡 Dense FP16 可调用算力约 2.25PFLOPS、8 卡 B300 整机=18PFLOPS，1 单元=1 台 8 卡 B300 服务器）。

补充后三笔订单合计年均租金约 30.2 亿元，对应约 1,320 台 8 卡 B300 服务器、约 2.38 万 PFLOPS（Dense FP16）的算力需求。

三笔订单单台年租金收敛于 226-239 万元的同一价格带，其中单台涨幅排序为 V 客户（79%）>VB 客户（35.9%-50.6%）>VC 客户（13.5%），与总金额涨幅的驱动结构一致。收入确定性则因合同结构分化：VB 为 5 年固定期、确定性最高；V 客户为 3 年固定+2 年非固定，后 2 年租金取决于甲方续租；VC 签约主体为 49%持股的并表子公司，合同额对归母业绩的贡献需按权益折算。

表2：算力需求、租金涨幅、年均租金、每台年租金测算表

维度	指标	VB 客户	V 客户	VC 客户
基本情况	签约主体（权益）	深圳行云（100%）	长沙悦云树（100%）	海南行云（49%，并表）
	客户类型	头部长文本大模型厂商	央企上市公司	未披露
	合同期限	5 年固定	3 年固定+2 年非固定	5 年（履约锁定期）
一、算力需求	台数-原合同（台）	128	约 547-606（中性 577）*	约 512-462（中性 487）*
	台数-补充后（台）	256	台数不变	台数不变
	GPU 张数-补充后（张）	2048	4,616（中性）	3,896（中性）
	算力规模-补充后（PFLOPS, Dense FP16）	4608	10,386（中性）	8,766（中性）
二、租金涨幅	总金额-原合同	10.14	36.44	48.54
	总金额-补充后	30.53	65.23	55.08
	总金额涨幅	+201.14%	79%	+13.49%
	单价涨幅（分档）	已交付+21.21%；新增+36.36%	整体约+79%（分批差异化）	首批保价；剩余调价
	综合单价涨幅	+50.6%（含 Token）/+35.9%（剔除）	+79%	13.49%
三、年均租金	年均租金-原合同	2.03	7.29	9.71
	年均租金-补充后	6.11	13.05	11.02
	每台年租金-原合同（万元/台/年）	158.40	126.32（577 台）	199.33（487 台）
四、每台年租金	每台年租金-补充后（万元/台/年）	238.5（含 Token）/215.2（剔除）	226.11（577 台）	226.22（487 台）
	单台涨幅	+50.6%（含 Token）/+35.9%（剔除）	+79%	+13.5%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

*注：公告均未披露台数/单元数。台数为 VB 单台租金反推的情景假设（含 Token 238.5 万/台/年、剔除 Token 215.2 万/台/年）

4 增量催化剂：SA 供应商协议补全"双边分成"拼图

7月20日，公司与某国资供应商（"SA 供应商"）签署32套GPU算力服务采购合同（含税2.9957亿元，单套 $\geq$ 72PFLOPS FP8）及128套框架协议。我们关注续约条款中的分成结构：5年服务期届满后3年续约期内，公司利用该算力开展业务产生的净利润70%归公司、30%付供应商；SA 供应商向政府申请的算力补贴也全部归属公司，可冲抵租金。这一条款与VB客户合同中的"固定服务费"形成对称——下游客户帮公司锁定收入下限（VB约2.98亿元固定服务费不随Token收入波动），上游供应商接受利润分成而非固定报价，实质上是将采购成本转化为与运营收益挂钩的弹性支出，降低了公司的固定成本负担。

我们判断，SA 供应商协议与VB/V/VC三签补充协议共同构成了行云科技"双边分成"的运营闭环：下游客户愿意加价兜底（价格+规模+信用三层验证），锁定收入确定性；对上游供应商愿意接受利润分成。这种"下游确定性收入+上游弹性成本"的结构区别于传统重资产IDC的固定成本模型，更接近MaaS平台的轻资产运营逻辑。公告原文亦明确"公司采购的算力服务由公司管理优化和运营，并向公司的客户进行销售"，印证了公司以运营能力而非自有资产重投入为核心竞争要素。

表3：行云科技双边分成模式对比

	下游（VB/V/VC 客户）	上游（SA 供应商）
公司角色	乙方	甲方
定价模式	客户主动加价 (+13.5%~+201%)	续约期 70%/30% 利润分成 (公司占 70%)
兜底/弹性方向	收入确定性 $\uparrow$ 客户帮公司锁定收入下限	成本弹性 $\uparrow$ 供应商分担利用率风险
附加条款	违约金+保证金+固定服务费	补贴归公司，可冲抵租金

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

5 从“签约潮”到“加价潮”，继续提示算力租赁赛道型机会

今年上半年算力租赁板块的上涨主要由“签约潮”驱动，市场定价的是供给端的拿卡能力；而行云科技三签补充协议标志着行业进入“加价潮”阶段，定价逻辑切换至需求端的支付意愿与支付能力验证。行云科技作为具备拿卡及交付能力的核心算租厂商，三次补签协议表明下游厂家愿意为算力租金涨幅兜底，我们继续提示行云科技等算力租赁赛道型机会，核心逻辑：

1) 拿卡及交付能力是核心壁垒，且已被三次交付验证。VB/V/VC三笔订单首批设备均已交付并获客户认可（VB已交付8单元、V客户首批已交付并进入验收、VC披露时已有首批交付），公司在手算力、存储重大合同合计154.04亿元；在高端GPU供给受限的背景下，交付能力的稀缺性仍在强化。

2) 下游兜底验证需求真实性，业绩兑现确定性抬升。客户结构升级为央企与头部大模型厂商，预算刚性强；加价行为发生在合同签署后仅1-3个月，说明下游算力缺口仍在扩大而非收敛；公司2026年半年度业绩已扭亏（营收同比+497.11%，归母净利润+540.15%），154亿元在手合同对收入形成长期支撑。

3) Token经济变现闭环为租金水位提供基本面支撑。截至2026年6月豆包大模型日均tokens调用量达180万亿、一年增长超10倍，下游推理需求持续放量；按行云科技单

台年租金约 226-239 万元、以 B300 公开现货价静态计算新采购设备回收期约 6 年，说明已低价锁单厂商的成本优势凸显，“下游兜底”使算力租赁业务的收入确定性明显提升。

4) **运营能力验证"双边分成"模式，成本结构区别于传统 IDC。**公司"下游确定性收入+上游弹性成本"的结构，更接近 MaaS 平台的轻资产运营逻辑，印证了行云科技以运营能力而非自有资产重投入为核心竞争要素。

6 风险提示

1) 算力交付不及预期的风险：VB 合同约定 8 个月交付 256 单元硬约束，逾期经催告客户可无责解约；

2) 下游算力需求不及预期的风险：宏观环境、行业政策及国际贸易环境变化或致客户需求收缩；

3) 上游芯片供应不稳定影响交付的风险：GPU 供货、跨境物流、原材料波动等外部因素不可控。

表4：算力租赁行业公司估值表（截止日期：2026-07-31）

证券简称	2026 年初 至今涨幅 [单位]%	市值 [单位]亿元	营业收入 2026 (E) [单 位]亿元	营业收入 2027 (E) [单 位]亿元	营业收入 2028 (E) [单 位]亿元	归母净利 2026 (E) [单 位]亿元	归母净利 2027 (E) [单 位]亿元	归母净利 2028 (E) [单 位]亿元	PE 2026 (E)	PE 2027 (E)	PE 2028 (E)	PS 2026 (E)	PS 2027 (E)	PS 2028 (E)
行云科技	411.93	259.09	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
利通电子	260.26	352.10	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
宏景科技	135.54	335.63	41.97	87.51	170.04	2.97	6.98	11.01	77.78	37.80	15.70	8.00	3.84	1.97
杰创智能	63.27	80.76	25.72	80.19	121.60	2.26	11.85	21.36	35.73	6.81	3.78	3.14	1.01	0.66
协创数据	27.96	1056.29	203.55	287.77	383.94	22.84	32.05	50.81	43.61	29.11	19.64	5.19	3.67	2.75
东阳光	26.44	853.51	179.70	215.50	259.94	17.75	23.04	25.03	48.00	37.50	33.18	4.75	3.96	3.28
润泽科技	19.79	1037.96	82.33	103.92	127.09	30.98	41.02	50.30	31.77	25.01	20.00	12.61	9.99	8.17
平治信息	10.52	42.64	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
优刻得	9.54	141.76	21.74	26.52	32.04	0.94	1.88	2.81	151.61	75.60	50.45	6.52	5.35	4.43
光环新网	8.07	243.03	77.02	83.31	89.08	2.84	4.05	5.69	81.87	60.60	41.26	3.16	2.92	2.73
盈峰环境	6.95	263.70	160.98	185.91	208.76	7.36	8.59	10.63	35.84	29.77	25.73	1.64	1.42	1.26
赛意信息	-1.87	92.06	22.15	24.32	26.27	1.19	1.67	1.75	77.47	51.05	42.46	4.16	3.79	3.50
并行科技	-8.11	73.79	15.24	19.66	24.44	0.40	0.69	1.06	178.54	101.72	63.80	4.84	3.75	3.02
三人行	-10.37	72.90	41.22	46.33	52.21	2.83	3.43	3.87	26.95	21.27	17.51	1.77	1.57	1.40
恒为科技	-13.78	75.31	11.84	13.51	13.37	0.63	0.93	0.70	120.50	80.98	107.59	6.36	5.57	5.63
中贝通信	-14.46	97.72	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
华策影视	-16.11	130.86	30.85	34.24	36.54	3.50	4.16	4.98	37.80	31.69	26.94	4.24	3.82	3.58
高澜股份	-18.38	76.43	11.81	16.32	N/A	1.11	1.71	N/A	68.86	44.70	N/A	6.47	4.68	N/A
数据港	-20.21	209.31	18.06	19.33	20.79	1.60	1.85	2.15	130.82	112.92	97.14	11.59	10.83	10.07
金盘科技	-28.82	295.64	88.51	108.18	129.29	9.37	12.27	15.57	30.65	23.79	18.58	3.34	2.73	2.29
英维克	-55.61	604.68	100.02	156.01	196.60	11.56	19.82	29.28	50.64	29.70	20.00	6.05	3.88	3.08

资料来源：iFind，浙商证券研究所

备注：数据截至 2026 年 7 月 31 日，营收及归母净利均为 iFind 一致预期。

股票投资评级说明

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

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。

本报告仅供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

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn