下载日志已记录，仅供内部参考





综合

2026 年 09 月 20 日

投资评级：看好（维持）

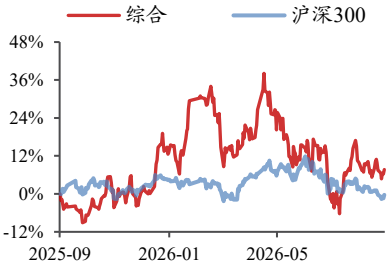
# Oracle 云基建收入同比翻倍，Nebius 再度提价，算力厂商 CDS 走阔

——行业周报

初敏（分析师）
chumin@kysec.cn
证书编号：S0790522080008

叶彬慧（分析师）
yangzhe@kysec.cn
证书编号：S0790524100001

行业走势图




数据来源：聚源

相关研究报告

《阜博 AI 确权第二曲线高增，东方甄选线下稳步推进—行业周报》-2026.9.13

《1.6T 放量，NVLink 驱动互联生态升级，服务器厂商收入创新高—行业周报》-2026.9.13

《市场更加关注模型帕累托最优，AI 长剧落地加快多模态商业化—港股行业点评报告》-2026.9.6

● **云计算：Oracle 云基建收入同比翻倍，Nebius 年内第二次提价**

**Oracle FY27Q1 云基建收入翻倍，RPO 创新高：**Oracle FY27Q1 营收 193 亿美元、同比+30%，其中云基础设施（IaaS）收入 74 亿美元、同比+121%，Non-GAAP EPS 1.92 美元、同比+30%；FY27 全年营收指引上调至至少 900 亿美元。FY27Q1 新增 AI 云合同超过 300 亿美元，期末 RPO 升至 6640 亿美元、同比增加 2090 亿美元，AI 算力供给仍是核心约束。**Nebius 年内第二次全面提价：**Nebius 自 10 月 1 日起上调按需算力价格，H100/H200/B200/B300 分别上涨约 17%/20%/19%/21%，Genoa CPU 费率上调 25%、内存上调约 41%，两轮叠加后 B300 年内累计涨幅约 56%。

● **算力信用：国家资本持续授信算力企业，云厂商 CDS 利差走阔**

**国家资本持续授信算力企业：**美国国防部战略资本办公室拟向 Fluidstack 提供约 50 亿美元贷款；Crusoe 完成 39 亿美元 F 轮融资、投后估值 309 亿美元，Mubadala、GIC、卡塔尔投资局等主权资本参与；沙特 Humain 寻求 25 亿美元融资，印尼 Zankore 获最高 31 亿美元高级债融资。**算力厂商 CDS 利差走阔：** Oracle 5 年期 CDS 最高升至 219.66 的高点，CoreWeave 则最高突破 900bp。我们认为，云计算和 AI 基础设施的资本供给仍相对充裕，但风险定价同步上升，未来竞争重点将从规模扩张转向营收质量与盈利能力。

● **投资建议：**

**AI 与云计算：**云服务需求与推理算力需求持续增长，云计算高景气延续，国产大模型流量提升带动商业化变现能力提升；AI 智能体产业进入快速增长期，受益标的谷歌、亚马逊、智谱、minimax、Nebius、Coreweave、迅策、德适-B、金山云。

● **风险提示：**软件及产品推出不及预期、AI 算力需求不及预期风险、算力供给超预期释放风险、监管政策变动、宏观经济增长放缓

下载日志已记录，仅供内部参考



# 目　录

1、 云计算：Oracle 云基建收入同比翻倍，Nebius 再度提价，算力信用定价分化 ..... 3
1.1、 Oracle FY27Q1：云基础设施收入同比翻倍，RPO 创新高，AI 算力供给仍是核心约束 ..... 3
1.2、 Nebius：年内第二次全面提价，按需算力价格再上台阶 ..... 4
1.3、 信用视角：国家资本持续授信算力企业，算力厂商 CDS 利差走阔 ..... 5
2、 港股周度更新 ..... 6
3、 模型信息更新 ..... 8
4、 投资建议 ..... 10
5、 风险提示 ..... 10

# 图表目录

图 1： Oracle 云收入增速高于营收整体增速（单位：十亿美元） ..... 3
图 2： Oracle 云收入中 IaaS 收入占比持续增加 ..... 3
图 3： FY2025 Q4 以来，Oracle 的自由现金流持续为负（单位：十亿美元） ..... 4
图 4： 本周恒生指数（2026.09.14-2026.09.18）在全球主要市场中涨跌幅居中（单位：%） ..... 6
图 5： 本周（2026.09.14-2026.09.18）恒生科技涨幅居首（%） ..... 6
图 6： 本周（2026.09.14-2026.09.18）生物科技、创新药涨幅较大（%） ..... 6
图 7： 2026 年 8 月以来港股通当日买入成交净额有所波动（亿元） ..... 7
图 8： 恒生沪港通 AH 溢价指数或已触底 ..... 8
图 9： OpenRouter 的 token 调用量持续提升 ..... 9
图 10： 国产 AI 在 ZenMux 的 Token 市场份额占比超过 60% ..... 9

表 1： Nebius 按需算力价格两轮调整，英伟达 GPU 年内累计涨幅超 50% ..... 5
表 2： 国家资本持续授信算力企业 ..... 5
表 3： 本周（2026.09.14-2026.09.18）港股通头部活跃个股资金流向信息技术等标的（仅计算前十大活跃个股明细） ..... 7
表 4： 9 月以来新上线模型与待发布模型 ..... 8

下载日志已记录，仅供内部参考

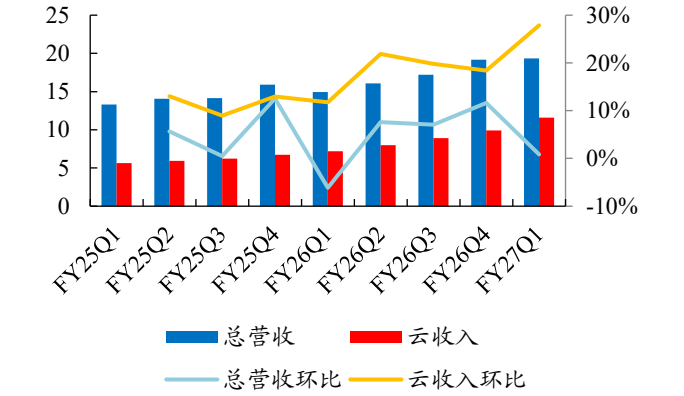


# 1、 云计算：Oracle 云基建收入同比翻倍，Nebius 再度提价，算力信用定价分化

## 1.1、 Oracle FY27Q1：云基础设施收入同比翻倍，RPO 创新高，AI 算力供给仍是核心约束

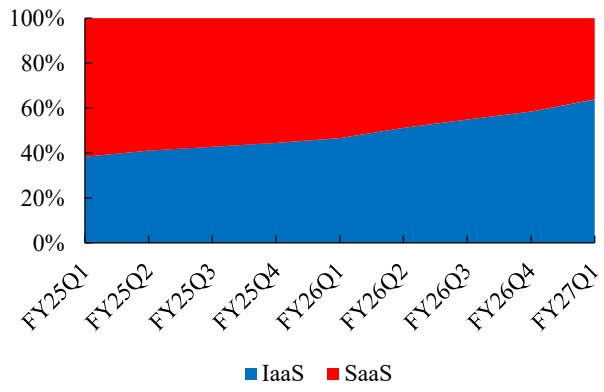
**云基础设施进入加速期，Q1 营收与利润保持高增。**Oracle FY27Q1（2026 年 6-8 月）营收 193 亿美元，同比+30%；Non-GAAP 营业利润 82 亿美元，同比+31%，营业利润率 42%；Non-GAAP EPS 1.92 美元，同比+30%。**其中，云收入（IaaS+SaaS）**116 亿美元，同比+62%，**其中云基础设施（IaaS）**收入 74 亿美元，同比+121%，**云应用（SaaS）**收入 42 亿美元，同比+10%。

**图1：Oracle 云收入增速高于营收整体增速（单位：十亿美元）**




数据来源：Oracle 财报、开源证券研究所

**图2：Oracle 云收入中 IaaS 收入占比持续增加**




数据来源：Oracle 财报、开源证券研究所

**公司 FY27Q2 指引继续维持高增长，全年营收指引达 900 亿美元。**预计 FY27Q2 营收同比增长 30%-34%，云收入同比增长 65%-71%；Non-GAAP EPS 为 1.85-1.93 美元，同比增长 21%-25%。FY27 全年营收指引上调至至少 900 亿美元，按固定汇率同比+34%；Non-GAAP EPS 指引为 8.10 美元，按固定汇率同比+18%。

**AI 云需求持续外溢，RPO 与基础设施交付双创新高。**云基础设施（IaaS）内部，CPU 及 GPU 基础设施收入 65 亿美元，同比+151%；数据库收入 9 亿美元，同比+26%，其中多云数据库收入同比+353%。公司 FY27Q1 新增 AI 云合同超过 300 亿美元，期末 RPO 升至 6640 亿美元，同比增加 2090 亿美元、环比增加 260 亿美元；新增 RPO 主要来自预付款和客户自带硬件（BYOH）模式，合同利润率保持稳定并有所提升。供给侧，公司 FY27Q1 新增数据中心容量 850MW，AI 基础设施利用率达到 97.9%；自 FY26Q4 末以来已向 AI 云客户交付超过 30 万块 GPU，交付能力接近上一季度的三倍。同时，FY27Q1 到期续约 GPU 的平均续约/转售溢价达到 20%，反映高质量算力资源仍处于供不应求状态。

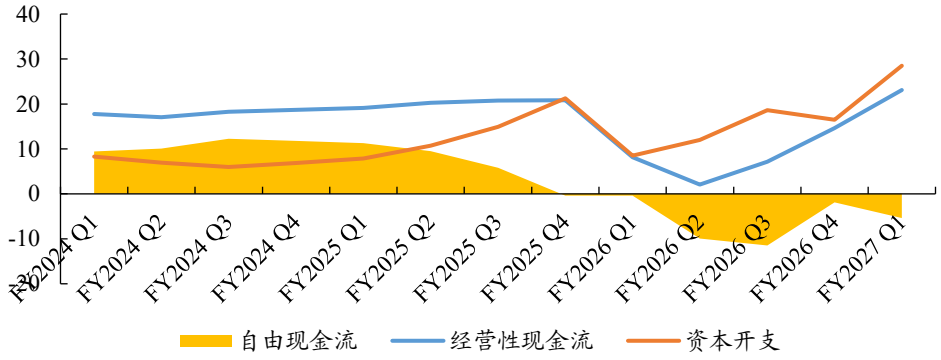
**资本开支持续高位，现金流与融资能力成为后续关注点。**Oracle FY27Q1 经营现金流达到 231 亿美元，同比增长 184%，但资本开支达到 285 亿美元，自由现金流为负 54 亿美元，扣除相关融资及客户预付款后，净资本开支现金支出约 180 亿美元。公司 FY27Q1 通过 ATM 计划完成 200 亿美元普通股发行，为数据中心和基础设施扩

下载日志已记录，仅供内部参考



张提供资金支持。

**图3：FY2025 Q4 以来，Oracle 的自由现金流持续为负（单位：十亿美元）**




数据来源：Oracle 财报、开源证券研究所

**我们认为，本次财报进一步验证了 Oracle“AI 云需求高景气、基础设施收入加速、RPO 提前锁定增长”的核心逻辑。**RPO 快速增长、AI 基础设施利用率接近满负荷、GPU 交付持续提速，显示 Oracle 在 AI 训练和推理云市场具备较强的订单基础，FY27 全年营收至少 900 亿美元的目标具备一定可见度。但在资本开支持续高增的背景下，后续市场将更加关注订单向收入和利润的转化效率，以及新增数据中心产能对业绩的实际贡献。

## 1.2、 Nebius：年内第二次全面提价，按需算力价格再上台阶

**2026 年 9 月 17 日，Nebius 向客户发出调价通知，宣布自 10 月 1 日起上调多项按需（on-demand）算力价格，这是公司年内的第二次全面提价。**新价格下，最新一代英伟达 GPU 涨幅最大：H100 由 3.85 美元/GPU 小时升至 4.50 美元，涨幅约 17%；H200 由 4.50 美元升至 5.40 美元，涨幅 20%；B200 由 7.15 美元升至 8.50 美元，涨幅近 19%；B300 绝对涨幅最大，由 7.85 美元升至 9.50 美元/GPU 小时，涨幅约 21%。

**提价范围已溢出加速卡本身，供给偏紧已覆盖算力基础设施的多个环节：**纯 CPU 计算的 AMD EPYC Genoa 费率由 0.012 美元/vCPU 小时上调 25%至 0.015 美元，Genoa 内存由 0.0032 美元/GiB 小时上调约 41%至 0.0045 美元。

**本轮涨价在纵向与横向均非孤立事件。时间维度（纵向）：**在 2026 年 5 月宣布、6 月 1 日生效的首轮提价中，Nebius 已将整体价格提升约 28%-30%，两轮叠加后 H100/H200/B200/B300 累计涨幅分别约 53%/54%/55%/56%。**同业提价（横向）：**CoreWeave 于 2026 年 7 月全线产品提价约 25%，并称现货供给已基本售罄。

**我们认为，需求强劲支撑 GPU 云服务持续提价。**Nebius 2026Q2 营收 5.823 亿美元，同比+454%，其中 AI 云收入 5.749 亿美元、同比+514%；截止六月底 ARR 达到 30 亿美元，并继续维持年底 70-90 亿美元 ARR；调整后 EBITDA 扭亏为盈至 2.362 亿美元（上年同期亏损 2100 万美元）。显示涨价背后具备较强的需求基础和盈利弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考



**表1：Nebius 按需算力价格两轮调整，英伟达 GPU 年内累计涨幅超 50%**

| 产品 | 首轮调价前 | 6 月 1 日起 | 10 月 1 日起 | 本轮涨幅 | 年内累计涨幅 |
|---|---|---|---|---|---|
| H100 | 2.95 | 3.85 | 4.50 | +17% | +53% |
| H200 | 3.50 | 4.50 | 5.40 | +20% | +54% |
| B200 | 5.50 | 7.15 | 8.50 | +19% | +55% |
| B300 | 6.10 | 7.85 | 9.50 | +21% | +56% |
| EPYC Genoa CPU | — | 0.012 | 0.015 | +25% | — |
| Genoa 内存 | — | 0.0032 | 0.0045 | +41% | — |

数据来源：Nebius 客户调价通知、Reuters、证券之星、开源证券研究所（注：GPU 报价单位为美元/GPU 小时，CPU 为美元/vCPU 小时，内存为美元/GiB 小时）

### 1.3、 信用视角：国家资本持续授信算力企业，算力厂商 CDS 利差走阔

**各国政府与主权资本持续向算力企业提供信用支持。**据《华尔街日报》 2026 年 9 月 10 日报道，美国国防部战略资本办公室（Office of Strategic Capital）正与 Neocloud 企业 Fluidstack 磋商一笔约 50 亿美元的贷款，若达成将创下该办公室国家安全战略融资的规模纪录。2026 年 9 月，Crusoe 完成 39 亿美元 F 轮融资，投后估值 309 亿美元，由 Atreides Management、Valor Equity Partners 与阿布扎比主权基金 Mubadala Capital 共同领投，英伟达、Founders Fund、新加坡 GIC、卡塔尔投资局（QIA）等参与。

**主权 AI 与国家资本背景算力企业亦持续融资以推动 AI 基础设施建设。沙特方面，**沙特主权财富基金创建的人工智能公司 Humain 正寻求 25 亿美元外部融资扩建数据中心。**东南亚方面，**Ooredoo/Indosat Ooredoo Hutchison 旗下平台 Zankore 获得最高 31 亿美元高级债融资，初期建设 100MW 英伟达 AI 基础设施。

**表2：国家资本持续授信算力企业**

| 企业 | 时间 | 规模 | 主要出资方 |
|---|---|---|---|
| Fluidstack | 2026 年 9 月 | 约 50 亿美元 | 美国国防部战略资本办公室 |
| Crusoe | 2026 年 9 月 | 39 亿美元 | Atreides、Valor、Mubadala、GIC、QIA 等 |
| **企业** | **时间** | **规模** | **股东** |
| Humain | 2026 年 9 月 | 25 亿美元 | 沙特主权财富基金 |
| Zankore | 2026 年 9 月 | 最高 31 亿美元 | Ooredoo、Indosat 等 |

资料来源：IT 之家、TechCrunch、metir、Adalytica、开源证券研究所

**在国家资本持续支持的同时，信用市场对算力相关企业的风险定价持续抬升。**2026 年 7 月 9 日，S&P 将 Oracle 信用评级下调至 BBB-（投资级最低档），理由包括 AI 基础设施扩张带来的巨额债务融资与客户集中度，之后 Oracle 5 年期 CDS 曾在 8 月 24 日达到 219.66 的高点（2025 年末约 145bp）；而 Neocloud 厂商 CoreWeave 5 年期 CDS 在 7 月底最高更是突破 900bp，并在 9 月初重新站上 800bp 以上。由于 AI 基础设施建设的重资产投入属性，云服务商和算力租赁商的资本开支、债务负担及现金流压力，信用市场要求的风险补偿也随之提高。

**我们认为，当前各国政府、主权资本及金融机构对云计算和 AI 基础设施的资本供给仍然相对充裕，但融资可得性也伴随着融资成本和风险定价的上升。**随着资本

下载日志已记录，仅供内部参考

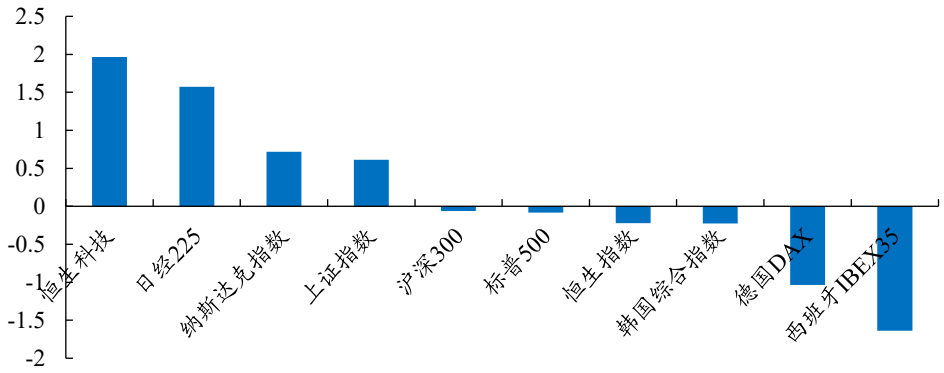


开支规模持续扩大，市场将更加关注企业的债务承载能力、长期合同质量以及经营现金流转化能力。未来，算力业务的竞争重点将从规模扩张进一步转向营收质量与盈利能力，全球主要经济体围绕算力基础设施、能源保障和产业生态的竞争也将日趋激烈。

## 2、 港股周度更新

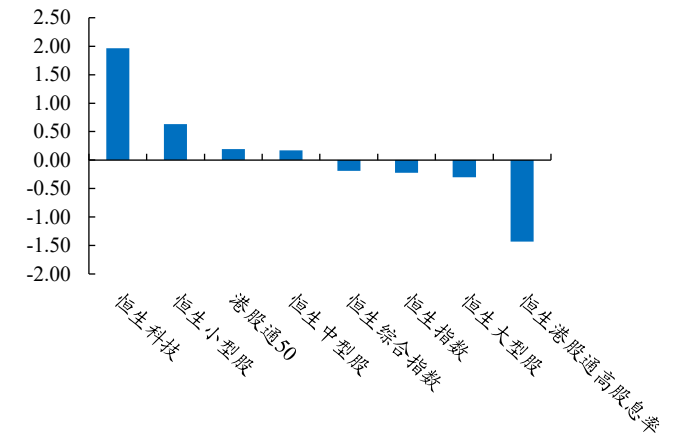
本周恒生指数下跌 0.22%，在全球主要市场中涨跌幅居中，从成分上看，恒生科技、恒生小型股等涨幅居前，恒生科技本周上涨 1.97%。

**图4：本周恒生指数（2026.09.14-2026.09.18）在全球主要市场中涨跌幅居中（单位：%）**



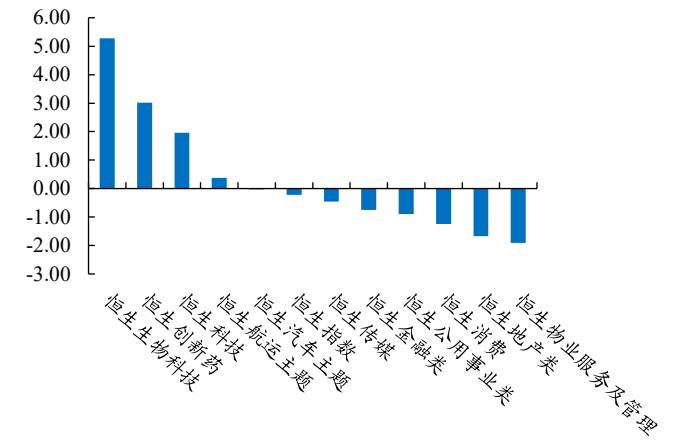

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图5：本周（2026.09.14-2026.09.18）恒生科技涨幅居首（%）**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：本周（2026.09.14-2026.09.18）生物科技、创新药涨幅较大（%）**



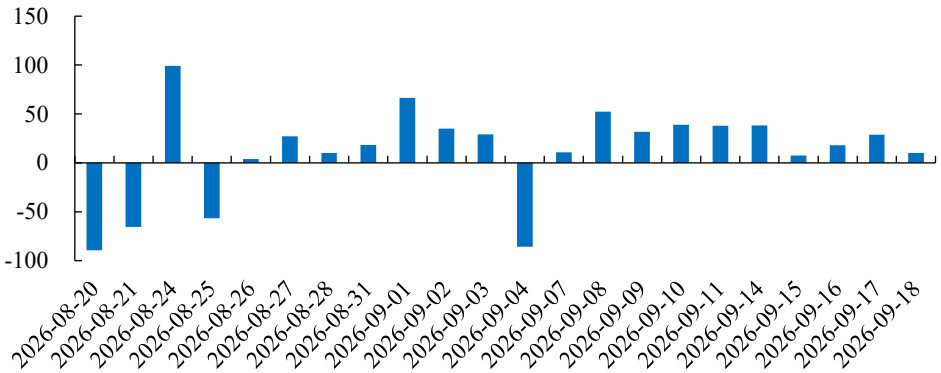

数据来源：Wind、开源证券研究所

本周港股通成交净额为流入 102.73 亿元，环比减少，从头部活跃个股交易层面来看，智谱（+77.2 亿港元）、百度集团-W（+42.6 亿港元）、长飞光纤光缆（+7.0 亿港元）资金净流入居前。

下载日志已记录，仅供内部参考



图7：2026 年 8 月以来港股通当日买入成交净额有所波动（亿元）




数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：本周（2026.09.14-2026.09.18）港股通头部活跃个股资金流向信息技术等标的（仅计算前十大活跃个股明细）

| 股票代码 | 股票名称 | 成交净买入（亿港元） | 港股通持股数占总股本比例 |
|---|---|---|---|
| 2513.HK | 智谱 | 77.2 | 8.3% |
| 9888.HK | 百度集团-W | 42.6 | 1.2% |
| 6869.HK | 长飞光纤光缆 | 7.0 | 47.8% |
| 1888.HK | 建滔积层板 | 5.6 | 15.2% |
| 0981.HK | 中芯国际 | 2.5 | 30.1% |
| 6166.HK | 剑桥科技 | 2.1 | 57.8% |
| 0992.HK | 联想集团 | 1.8 | 8.4% |
| 9926.HK | 康方生物 | 1.0 | 48.2% |
| 3308.HK | 中际旭创 | 0.6 | 8.2% |
| 2269.HK | 药明生物 | 0.1 | 23.6% |
| 0148.HK | 建滔集团 | 0.0 | 25.9% |
| 1347.HK | 华虹宏力 | -0.1 | 21.7% |
| 2650.HK | 挚达科技 | -0.2 | 2.9% |
| 0100.HK | MINIMAX-W | -0.5 | 10.6% |
| 3986.HK | 兆易创新 | -0.9 | 40.0% |
| 2099.HK | 中国黄金国际 | -3.2 | 21.8% |
| 1548.HK | 金斯瑞生物科技 | -3.3 | 24.3% |
| 0700.HK | 腾讯控股 | -3.6 | 11.8% |
| 0883.HK | 中国海洋石油 | -3.8 | 22.3% |
| 1810.HK | 小米集团-W | -5.1 | 19.7% |
| 3690.HK | 美团-W | -5.2 | 20.3% |
| 9988.HK | 阿里巴巴-W | -20.7 | 10.4% |

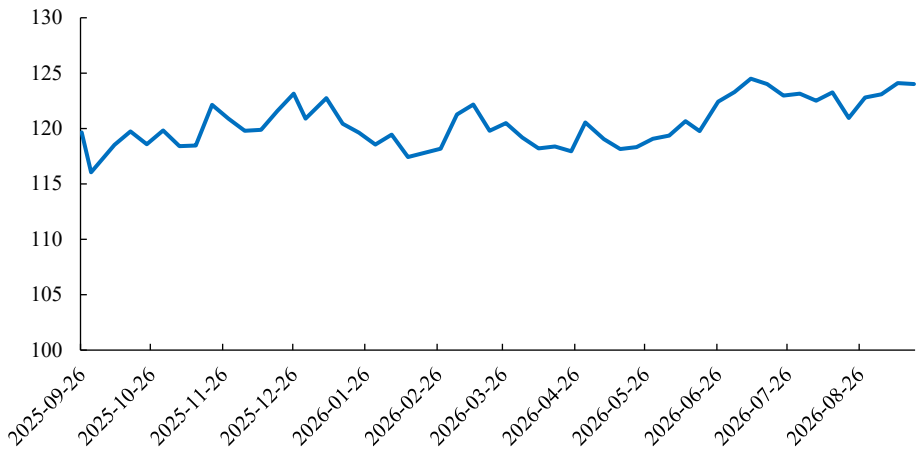
数据来源：Wind、开源证券研究所

本周恒生沪港通 AH 溢价指数为 124.01，环比有所下降，AH 股溢价或已触底，随着后续更多 A 股科技类标的赴港上市，或带动港股板块的“成长性溢价”持续向 A 股靠拢。

下载日志已记录，仅供内部参考



图8：恒生沪港通 AH 溢价指数或已触底




数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3、 模型信息更新

**9 月以来全球大模型行业进入新品密集发布期，海内外头部厂商先后推出十余款新模型，产品定位与定价梯队分化明显。**本周（2026.09.14-2026.09.18）新上线模型包括 Gemini 3.8 Live、GLM-5.3-FlashX、Qwen3.8-Omni-Flash 与 Step 5 Preview；待正式发布模型有 Gemini 4 Pro。

表4：9 月以来新上线模型与待发布模型

| 已发布模型 | 发布时间 | 厂商 |
|---|---|---|
| Claude Fable 5.1 | 2026-09-01 | Anthropic |
| Claude Mythos 5.1 | 2026-09-01 | Anthropic |
| Gemini 3.8 Flash | 2026-09-02 | Google |
| Muse Spark 1.3 | 2026-09-02 | Meta |
| GPT-6 Astra | 2026-09-03 | OpenAI |
| DeepSeek-V4.1-Flash | 2026-09-10 | DeepSeek |
| Kimi K2.8 Preview | 2026-09-11 | 月之暗面 |
| Gemini 3.8 Live | 2026-09-15 | Google |
| GLM-5.3-FlashX | 2026-09-18 | 智谱 |
| Qwen3.8-Omni-Flash | 2026-09-18 | 阿里巴巴 |
| Step 5 Preview | 2026-09-20 | 阶跃星辰 |
| **待正式发布模型** | | **厂商** |
| Gemini 4 Pro | | Google |

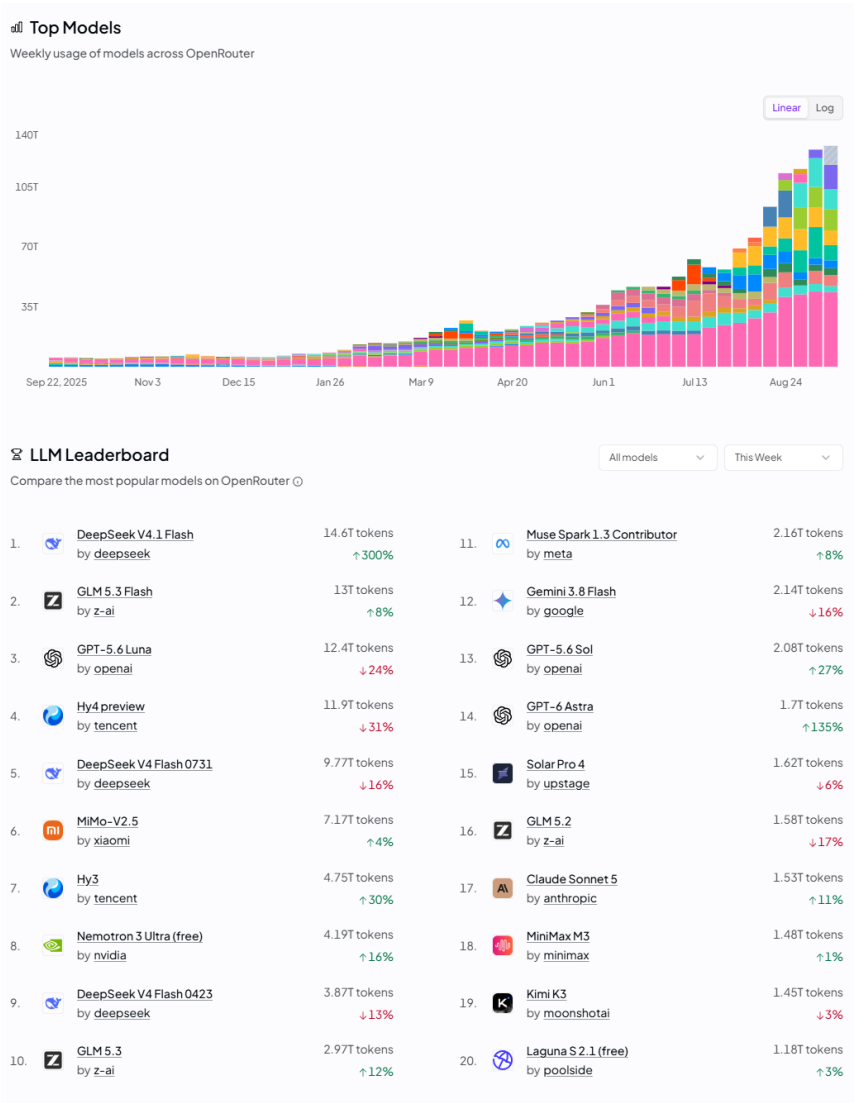
资料来源：各模型厂商官网、IT 之家、开源证券研究所

本周（2026.09.14-2026.09.18）OpenRouter 的 token 调用量持续提升，其中国产模型 DeepSeek V4.1 Flash、GLM 5.3 Flash 位居前二。截止 9 月 14 日，在 ZenMux 统计的 Token 市场份额中，国产 AI 占比超过 60%，DeepSeek 市场份额保持第一，占比为 41.8%。依托开源生态及出色的性价比优势，国产模型持续扩大市场影响力。

下载日志已记录，仅供内部参考

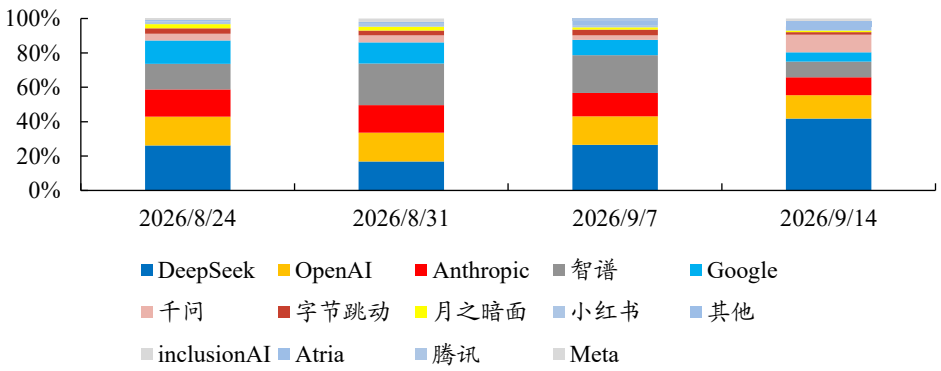


**图9：OpenRouter 的 token 调用量持续提升**




资料来源：OpenRouter 官网

**图10：国产 AI 在 ZenMux 的 Token 市场份额占比超过 60%**




数据来源：ZenMux、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



## 4、 投资建议

**AI 与云计算：**云服务需求与推理算力需求持续增长，云计算高景气延续，国产大模型流量提升带动商业化变现能力提升；AI 智能体产业进入快速增长期，受益标的谷歌、亚马逊、智谱、minimax、Nebius、Coreweave、迅策、德适-B、金山云。

## 5、 风险提示

**软件及产品推出不及预期：**科技行业软件更新较快，市场竞争激烈，若产品推出不及时或不及预期，或影响企业未来竞争力和创收情况。

**AI 算力需求不及预期风险：**若下游模型迭代放缓、客户融资或算力利用率低于预期，可能导致新增订单放缓、RPO 转化周期拉长或数据中心产能交付延后。

**算力供给超预期释放风险：**本轮按需算力价格上涨建立在供需缺口之上，若 GPU 与内存供给快速释放，或新云厂商产能集中投放，按需与长约价格可能回落，算力租赁的盈利弹性随之收窄。

**监管政策变动：**科技政策及垂类行业相关政策的变动，或将影响公司增长景气度及战略决策，进一步影响公司的增长节奏。

**宏观经济增长放缓：**若宏观经济增长放缓影响终端消费需求、企业 IT 支出等，将影响产业链相关企业的创收能力。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%～20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |
| 备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 | | |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

**上海**
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

**深圳**
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

**北京**
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

**西安**
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn