仅供内部参考，请勿外传！

计算机

2026 年 10 月 28 日

投资评级：看好（维持）

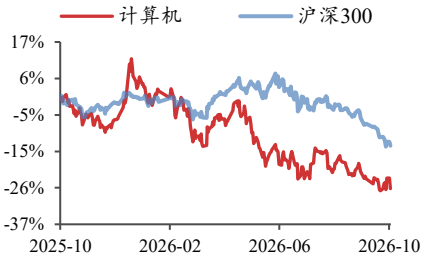
Anthropic 递交 S-1 招股书启动 IPO，模型与产品双轮驱动兑现盈利拐点

——行业点评报告

张越（分析师）
zhangyue1@kysec.cn
证书编号：S0790524090003

叶进新（联系人）
yejinxin@kysec.cn
证书编号：S0790126060053

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Kimi K3.1 Pro 智能指数全球第四，闭源差距再缩小—行业点评报告》-2026.10.25

《国产算力系列：单芯片性能与集群规模同步跃升，在手订单全面提速—行业周报》-2026.10.25

《物理 AI 或成编码外最大落地场景，全球巨头重点发力—行业点评报告》-2026.10.20

● 递交 S-1 招股书，巨额算力承诺锚定上游订单，公益条款树行业治理范本

美国当地时间 10 月 26 日，Anthropic 向美国 SEC 递交 S-1 招股书，正式启动首次公开募股。本次 IPO 对行业的影响预计沿“算力需求锚—渗透与竞争参照—治理范本”三个层面外溢：招股书披露的采购承诺基本上全部与计算和基础设施有关，截至 2026 年 6 月 30 日有约 2,656 亿美元、其后又新增约 2,450 亿美元，为上游芯片、数据中心与电力供应链提供确定性订单锚；IDC 测算至 2031 年 AI 累计经济影响达 22.5 万亿美元，而目前全球大多数知识工作者尚未使用前沿人工智能，部分云服务商既是战略投资者和是客户，也是模型的竞争者，资本充足度将成为前沿模型竞争的重要因素；公司将向公共利益基金捐赠 846,840,960 股 N 类普通股，公共利益条款首次系统性写入前沿 AI 公司上市文件。

● 用量型收入主导、客户结构量价齐升，刚性算力承诺仍考验现金流覆盖能力

收入端，公司收入由 2023 年的 4,100 万美元增至 2025 年的 45.85 亿美元，2026 年上半年达 162.86 亿美元、约为上年同期的 14 倍；调整后营业利润 16.18 亿美元、利润率 10%，上年同期尚亏损 18.49 亿美元。收入结构以按智能用量付费模式为绝对主导，2026 年上半年用量型收入 131 亿美元、占比 80%。客户结构沿“数量扩张+单体加深”双轮演进，收入 10 万美元以上客户超过 11,900 家、百万美元级超 1,900 家，覆盖财富 10 强全部、财富 500 强超 50%。成本端，计算与基础设施费用仍为最大成本项，2026 年上半年此费用 89.45 亿美元，未来仍面临巨额刚性算力承诺，营收增长能否持续将影响经营现金流对算力承诺的覆盖能力。

● 模型迭代降本增效，AI 应用沿垂直场景纵深落地

Anthropic 通过“模型—平台—应用”一体化架构交付 Claude 智能，任一层改进均可贯穿全栈并惠及客户。模型端，Claude 家族按 Mythos、Opus、Sonnet 与 Haiku 四个档位覆盖“能力-成本-速度”曲线，2026 年 9 月发布的 Opus 5.5 将客户单任务成本压降约 40%，同月发布的 Fable 5.1 将典型工作负载成本降低约 25%、复杂编码任务节省最高 45%。平台端，面向 Agentic 开发环境开放扩展思维、工具调用、MCP 等模块化组件，提示缓存可使长提示成本最高下降约 97%。应用端，Claude Code 与 Claude Cowork 构成自有应用双引擎，叠加三大云平台分发与 2026 年 3 月设立的覆盖逾 4,000 家组织的 Claude 合作伙伴网络，AI 应用沿垂直场景纵深落地：金融服务、财务顾问、医疗保健、生命科学、法律、教育与政府七种垂直方案均内嵌领域知识、合规控制与预配置数据集成，直接嵌入客户工作流。

● 受益标的

大模型：智谱、minimax 等。

● 风险提示：大模型技术迭代不及预期风险、AI 技术应用不及预期风险、相关政策不及预期风险、AI Infra 建设不及预期风险等。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

目　录

1、 模型与产品双轮驱动主业跨越盈亏平衡，巨额算力承诺锚定长期资本需求 3
2、 风险提示 7

图表目录

图 1： Anthropic 通过“模型—平台—应用”一体化架构交付 Claude 智能 3
图 2： Claude 由辅助编码演进为自主智能体并走向闭环迭代 4
图 3： 应用场景、用户反馈与投资增长构成 Claude 双循环飞轮 5
图 4： 每美元算力支出带来的收入显著增加 5
图 5： 运营效率推动利润率扩张 5
图 6： 企业客户快速增长 6

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

1、模型与产品双轮驱动主业跨越盈亏平衡，巨额算力承诺锚定长期资本需求

美国当地时间 10 月 26 日，Anthropic 向美国 SEC 递交 S-1 招股书，正式启动首次公开募股（IPO）。Anthropic 的招股书呈现了一个由产品与模型双轮驱动、经营层面已跨越盈亏平衡的前沿 AI 商业样本，同时以巨额算力承诺锚定了长期资本需求。收入端，公司收入由 2023 年的 4,100 万美元增至 2025 年的 45.85 亿美元，2026 年上半年达 162.86 亿美元、约为上年同期的 14 倍，按智能用量付费的消费模式贡献约 80%；2026 年上半年调整后营业利润 16.18 亿美元、利润率 10%，上年同期尚亏损 18.49 亿美元。成本端，计算与基础设施为最大费用项，截至 2026 年 6 月 30 日既有协议下未来固定或最低承诺约 2,656 亿美元、期限一至二十年。资本端，公司累计募资 1,411 亿美元，持有现金及等价物 1,124 亿美元、短期投资 193 亿美元。

Anthropic 通过“模型—平台—应用”一体化架构交付 Claude 智能，任一层改进均可贯穿全栈并惠及客户。底层 Claude 模型家族由四个模型档位组成——Mythos（含 Fable）、Opus、Sonnet 与 Haiku，分别锚定“能力-成本-速度”曲线上的不同位置，客户既可为单一用例匹配最优模型，也可组合调用、按任务分流；中间层 Claude 平台是一个面向代理（Agentic）开发的综合环境，向开发者开放与公司自用完全相同的模块化基础组件，涵盖扩展思维、工具调用、长上下文、结构化输出、代码执行与文件 API，以及代理 SDK、Claude 托管代理、代理技能、多代理编排与模型上下文协议（MCP）等编排组件，提示缓存可使长提示成本最高下降约 97%、延迟下降约 60%；顶层为打包成品的自有应用与面向行业的垂直方案，直接嵌入客户工作流。

图1：Anthropic 通过“模型—平台—应用”一体化架构交付 Claude 智能



资料来源：Anthropic 招股说明书、开源证券研究所

模型迭代沿“能力提升+单任务成本下降”双轨推进，推理效率的改善直接转化为客户用量扩张。2026 年 9 月发布的 Opus 5.5 较 Opus 5 将客户单任务成本压降约 40%，同月发布的 Fable 5.1 较 Fable 5 将典型工作负载成本降低约 25%、复杂编码与高代理度任务节省最高 45%，降幅由降价与效率提升共同构成。招股书披露，历史

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

上每次推出“功能显著增强且单任务成本更低”的新版本后，客户普遍扩大使用——2025 年 11 月 Opus 4.5 发布后，公司季度环比收入增速由 48%加速至 132%。新版本的收入贡献同样直接：截至 2026 年 9 月 30 日前六个月发布的模型版本，贡献了最近三个月收入的 80%以上；企业客户持续向最新一代迁移，惯以最强选项承担最高价值工作。

模型能力边界沿基准表现与自主任务时长持续外推，“闭环”机制放大迭代速度。编码场景在约一年内由“建议单行代码”演进为“在生产代码库中自主工作的代理团队”；在约四个月的时间内网络安全基准 Exploit Bench 得分由 Opus 4.8 的 40%升至 Claude Mythos 5 的 78%、再到 Opus 5.5 的 91%。内部效率为能力跃迁的直接印证：2026 年 9 月公司代码库贡献中超过 90%由 Claude 编写，截至 2026 年 9 月 30 日三个月内工程师人均日代码量为 2024 年的 45 倍以上。计算效率同步改善——2026 年二季度收入同比增长 1,368%，计算与基础设施费用仅增长 300%；公司称“闭环”（closed loop）使 Claude 直接参与下一代模型的研发、训练与测试，形成递归式能力复利。

图2：Claude 由辅助编码演进为自主智能体并走向闭环迭代



资料来源：Anthropic 官网、开源证券研究所

Claude Code 与 Claude Cowork 构成自有应用的双引擎，其余产品围绕二者与对话入口延展。Claude Code 是公司编码代理，提供终端、桌面、Web 与移动四种形态并原生集成 GitHub 与主流 IDE，可在大型代码库中执行“规划—编写—编辑—测试—调试—提交”的多步骤软件工程并支持并行代理会话；招股书称其“最具体地定义了自主 AI 工作的样子”，NASA 工程师曾以之为毅力号火星车规划并编写导航命令、完成首次 AI 规划的火星驾驶。Claude Cowork 复用 Claude Code 的代理架构，将自主执行延伸至知识工作：用户以自然语言下达任务，其自主读取本地文件、操作应用与桌面、返回完成的文档与表格，无需终端与代码，并通过开源插件系统扩展行业能力；其 2026 年 1 月开放研究预览后，采用速度超过同期的 Claude Code，2026 年 9 月起并入 Claude.ai 统一应用。Claude.ai 为最广泛入口，Claude Security、Claude Tag、Claude Design 与 Claude Science 分别面向安全、协作、设计与科研场景，均经 Claude Enterprise 的单点登录、审计与 HIPAA 合规控制交付。

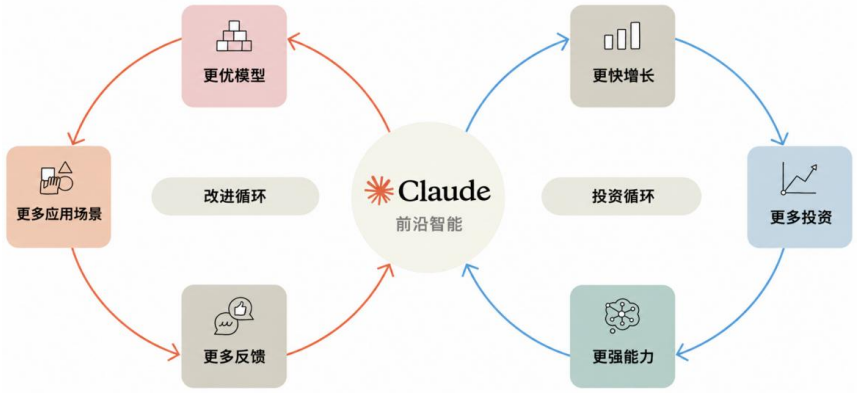
垂直方案与多云分发构成企业渗透的行业纵深。招股书列示七种垂直解决方案：金融服务（预建投行手册、财报审阅、KYC 筛选与财务分析代理）、财务顾问（客户会议准备、组合再平衡与税务简报）、医疗保健（临床推理、医疗编码，连接 CMS

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

覆盖数据库与 FHIR 技能）、生命科学（自早期发现至监管提交全链条）、法律（经 MCP 连接 Relativity、Ironclad 等系统）、教育（面向高校与 K-12，教师免费使用）与政府（FedRAMP 高授权环境），均内嵌领域知识、合规控制与预配置数据集成。分发侧，Claude 登陆三大云平台，公司与之联合进入市场、保留与客户的直接合同关系；2026 年 3 月设立的全球伙伴网络已覆盖逾 4,000 家组织的 15 万名认证从业者，10 月另设 Claude Partner Academy、目标 2027 年底培训 1 万名工程师，公司并与私募股权合作设立 Ode with Anthropic 服务中型企业。

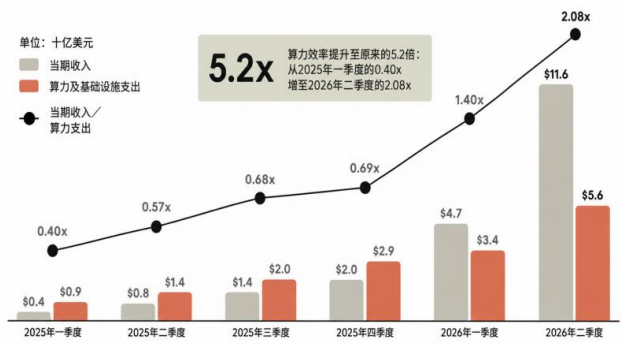
图3：应用场景、用户反馈与投资增长构成 Claude 双循环飞轮



资料来源：Anthropic 招股说明书、开源证券研究所

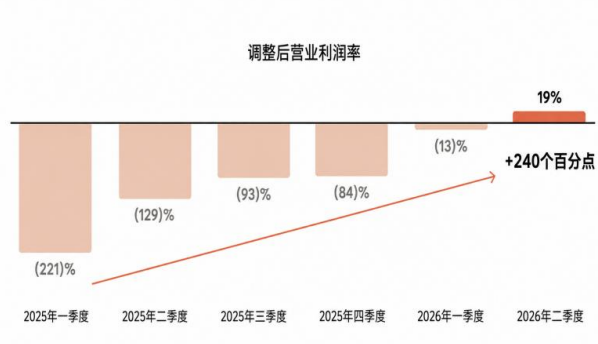
主营业务已跨越盈亏平衡：收入对算力支出的覆盖自 2026 年一季度转正，单季调整后营业利润率于二季度转正，GAAP 净亏损主要源自非经营性公允价值变动。分季度看，当期收入由 2025 年一季度的 4 亿美元增至 2026 年二季度的 116 亿美元，同期算力及基础设施支出由 9 亿美元增至 56 亿美元，收入对算力支出之比由 0.40 倍升至 2.08 倍——算力效率提升至原来的 5.2 倍，并自 2026 年一季度起收入开始覆盖算力支出；调整后营业利润率由 2025 年一季度的-221%逐季收窄至-129%、-93%、-84%，2026 年一季度为-13%，二季度转正至 19%，累计改善 240 个百分点，单季营业利润率同步转正至 8%。年度与半年度口径下，收入由 2023 年 4,100 万美元、2024 年 3.86 亿美元增至 2025 年 45.85 亿美元，2026 年上半年达 162.86 亿美元、经营亏损收窄至 6.93 亿美元，调整后营业利润 16.18 亿美元、利润率 10%（上年同期为亏损 18.49 亿美元、利润率-159%）。同期净亏损 807.48 亿美元，其中可转换票据、衍生负债与 SAFE 公允价值变动贡献 724 亿美元——该非现金项目随公司估值上升而扩大。

图4：每美元算力支出带来的收入显著增加



资料来源：Anthropic 招股说明书、开源证券研究所

图5：运营效率推动利润率扩张



资料来源：Anthropic 招股说明书、开源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

收入以“按智能用量付费”（pay-for-intelligence）为绝对主导：客户按用量付费、以代币计量、按所选模型定价。用量型收入由 2024 年的 2.88 亿美元增至 2025 年的 38 亿美元，2026 年上半年进一步达到 131 亿美元，占总收入的比例相应由 75%升至 83%，2026 年上半年为 80%；订阅型收入同期由 9,800 万美元增至 7.89 亿美元、再至 32 亿美元，占总收入的比例由 25%降至 17%，2026 年上半年为 20%。越来越多企业客户签订不可取消的年度或多年最低支出承诺，该类合同主要形成用量型收入；订阅者耗尽套餐额度时可升级套餐或直接加购用量，构成订阅收入向用量收入的转化桥。分地区看，2026 年上半年美国收入 117.63 亿美元、国际收入 45.23 亿美元。

客户结构沿“数量扩张+单体加深”双轮演进。按过去十二个月（TTM）口径，贡献收入 10 万美元以上的客户由 2023 年底的约 20 家增至 2024 年的约 200 家、2025 年的约 1,500 家，2026 年 9 月 30 日已超过 11,900 家；其中百万美元级客户超 1,900 家、千万美元级约 250 家，覆盖财富 10 强全部、财富 500 强超 50%、全球 2000 强超 30%。收入集中度同步下降：截至 2026 年 9 月 30 日的前九个月没有任何单一客户占公司收入比超过 10%，最近三个月约 79%的收入来自前五大客户之外。扩张动力清晰可鉴——净收入留存率约 900%；未使用 Claude Code 的企业用户月均支出低于 75 美元，而使用 Claude Code 的企业用户中前 5%的支出约为该金额的 20 倍。

图6：企业客户快速增长



资料来源：Anthropic 招股说明书、开源证券研究所

计算与基础设施是最大成本项，研发投入强度为全公司之最。2026 年上半年计算与基础设施费用 89.45 亿美元（上年同期 23.34 亿美元），为最大经营费用；人员费用 31.52 亿美元、销售营销与合作伙伴费用 31.68 亿美元（约占收入 19%）、其他经营及行政 17.14 亿美元。按功能对营业费用进行划分，研发费用 97.41 亿美元居首，收入成本 23.80 亿美元且基本全部为服务客户工作负载的计算成本，销售与营销 38.08 亿美元、一般行政 10.50 亿美元。招股书强调，计算费用于算力可供使用时（而非承诺时）确认，大部分依多年承诺采购、通常提前 12 至 18 个月锁定，预计绝对额持续增长并长期保持最大费用项；效率上，2026 年二季度收入同比增长 1,368%而计算费用仅增 300%，公司归因于研究突破与跨 AWS Trainium、Google TPU、NVIDIA 与 AMD GPU 的多芯片计算架构。

合同承诺规模远超当期费用，构成长期刚性支出。截至 2026 年 6 月 30 日，既有协议下未来固定或最低保证承诺约 2,656 亿美元，期限一至二十年；2025 年 12 月 31 日后新签及修订的租赁与商业协议对应未来最低付款约 4,170 亿美元，2028-2031

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

年将交付的额外容量对应约 1,250 亿至 1,500 亿美元；6 月 30 日之后又新增约 2,450 亿美元承诺及约 210 亿美元短期协议。公司同时自纯云采购转向“Anthropic Direct”混合模式——直接租用专用 AI 加速器并托管于专用数据中心，首个自有设施已于今年投运；配套安排包括为数据中心电力交易对手提供最高 5 亿美元担保、为开发方担保与成本补偿安排预留最高 8 亿美元潜在付款；2025 年确认的 Bartz 版权和解费用 15 亿美元为一次性支出。

巨额刚性承诺使多元融资通道成为公司资本结构的核心构件，而“算力—模型性能—客户采用”的转化效率是融资能力的根基。截至 2026 年 6 月 30 日，公司累计募资 1,411 亿美元，持有现金及等价物 1,124 亿美元、短期投资 193 亿美元，信贷安排下尚有 32 亿美元可用额度。专项工具方面，公司与 Broadcom 的票据购买协议允许公司在满足条件时发行最多 420 亿美元可转换本票、专项用于租赁义务融资；Amazon 2026 年票据购买协议按算力里程碑以 50 亿美元为增量供款；AMD 在硬件供应协议下承诺按 GPU 交付与部署里程碑购入最多 50 亿美元 N 类普通股；公司并为租赁安排存入 25 亿美元托管。算力承诺体量巨大，无论收入高低、利用率如何，都必须依约履行，公司的融资能力因此取决于算力投入能否转化为前沿模型性能并带动客户采用，也有赖于盈利轨迹的可信度。**产品与模型已兑现收入陡增与主业盈利，下一阶段的观察点在于营收增长能否持续，以及经营现金流对刚性算力承诺覆盖能力的爬坡。**

本次 IPO 对行业的影响预计沿“算力需求锚—渗透与竞争参照—治理范本”三个层面外溢。1）算力需求锚：招股书披露的采购承诺基本上全部与计算和基础设施有关，截至 2026 年 6 月 30 日有约 2,656 亿美元、其后又新增约 2,450 亿美元，承诺对象覆盖云服务商、芯片厂商与数据中心合作方等。公司拟以经营收入及所筹集的资本支撑上述投资，上市募资将直接转化为多年期算力与基础设施采购的履约资金，为上游芯片、数据中心与电力供应链提供确定性订单锚。2）渗透与竞争参照：2025 年，全球知识工作者所创造的工作经济价值超 40 万亿美元。IDC 测算至 2031 年 AI 累计经济影响达 22.5 万亿美元，而目前全球大多数知识工作者尚未使用前沿人工智能，企业部署仍处早期；同时，公司部分云服务商既是战略投资者、是客户、也提供与公司竞争的模型和服务，资本充足度将成为前沿模型竞争的重要因素。3）治理范本：公司将向公共利益基金捐赠 846,840,960 股 N 类普通股，占完全稀释股份的 5%，联合创始人承诺捐出 80%个人股权，另承诺投入 2 亿美元研究 AI 经济冲击。公共利益条款首次系统性写入前沿 AI 公司的上市文件，为行业提供了“使命导向资本结构”的公开市场范本。

2、 风险提示

大模型技术迭代不及预期风险。大模型技术迭代是推动产业能力边界拓展与下游场景深化的核心驱动力，当前行业正处于多模态感知、复杂推理、智能体执行等前沿技术的攻坚突破期，技术突破节奏、能力落地效果均存在一定不确定性。若后续核心技术突破进度、模型能力提升幅度低于市场预期，无法有效支撑下游高价值场景的深度适配与功能升级，可能导致产业落地节奏整体延后，行业成长进程存在阶段性放缓的可能性。

AI 技术应用不及预期风险。下游场景规模化渗透是大模型产业价值兑现的核心支撑，当前大模型正从技术概念验证期向垂直行业规模化应用期过渡，落地进度受行业数字化基础、客户付费意愿、投入产出比验证等多重因素共同制约。若后续垂

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

直行业适配进度、企业付费转化节奏不及市场预期，产业商业价值的兑现周期可能有所拉长，行业长期成长动能的释放节奏存在一定波动可能。

相关政策不及预期风险。大模型产业发展高度依赖政策环境的引导规范与配套支持，当前人工智能领域处于快速发展阶段，数据安全合规、技术监管标准、产业扶持政策、市场准入规则等相关制度仍处于持续完善过程中。若后续行业监管要求趋严、扶持政策落地进度慢于预期，或合规要求抬升导致企业研发与运营成本增加，可能对大模型技术迭代、商业化落地及行业竞争格局形成阶段性扰动，行业发展节奏存在相应调整的可能性。

AI Infra 建设不及预期风险。AI 基础设施是大模型技术迭代与产业规模化落地的底层算力与工程支撑，算力集群建设、高速互联部署、存储体系配套等基建环节具备投入规模大、建设周期长、产业链协同要求高的特征，落地进度受硬件供给、资金投入、工程能力等多重因素约束。若后续高端算力供给受限、基建项目建设进度慢于市场预期，可能形成算力供给瓶颈，制约大模型训练迭代与应用规模化落地，行业整体发展节奏存在阶段性承压的可能。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

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R3（中风险），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专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、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。

分析师声明

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%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（北交所基准指数为北证 50 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。		

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster