

中国互联网/人工智能模型导航

聚焦于 harness 与模型性能与价格的权衡；多模态重点；顶尖 AI/应用追踪器

从成本效益、模型智能提升到中国AI模型的新前沿/提价能力（我们的LLM入门指南），我们现在估计中国AI模型的年度经常性收入（ARR）总计将在2026年底达到130亿美元（此前：100亿美元），这得益于对中国模型需求增加以及随着我们提升的智谱API/MiniMax集团年底ARR达到25亿美元/10亿美元，实现更快ARR增长。我们预计，在性能与价格平衡方面表现最佳的竞争中，中国AI模型之间的竞争将加剧，这从MiniMax的H3采用开放权重方法定价约为同行价格的1/3，以及DeepSeek最新发布的V4 Flash（参数量达2840亿，前端编码接近GLM5.2）和阿里巴巴Qwen3.8 Max（参数量达2.4万亿）的正式发布可见，两者都达到了新的每美元性能前沿（根据Arena.ai的前端编码数据）。我们认为智谱的GLM-5.5和MiniMax的M3下一代更新/M3 Pro模型将是下一个关注点。

我们重点介绍了以下最新动态：1）多模态：MiniMax于7月31日发布H3，其核心亮点在于全模态能力、开放权重方法以及显著更低的价格/成本，而字节跳动Seedance 2.5（API渠道于7月31日发布）则在长时序生成（最长30秒）和一致性（50个多模态参考输入）方面持续领先；我们认为，智能体功能的扩展将进一步推动内容创作领域的采纳/渗透；2）我们预期未来几个月内，2-5万亿参数量级的高端编码/智能体聚焦模型将迎来竞争加剧，随着模型规模的持续扩展，阿里巴巴Qwen3.8 Max以2.4T的总参数量发布，在Arena.ai的整体代码竞技场和前端编码排名中均有所提升；3）小尺寸/智能体聚焦领域编码/智能体性能提升，DeepSeek V4 Flash正式API发布，表现优于其早期的V4 Pro预览版；腾讯Hy3相较于Hy3预览版也实现了性能提升。我们认为，围绕监督微调（SFT）的离线训练是驱动关键性能提升的主要因素；4）智能体应用/智能体应用，互联网巨头在办公空间应用领域处于领先地位，腾讯的Workbuddy和阿里巴巴通过QwenWork进行的产品升级；5）持续关注AI资本支出。

黄锦荣, CFA持证人
+852-2978-0856 |
ronald.keung@gs.com
Goldman Sachs (Asia) L.L.C.

孔令仁, CFA
+852-2978-6603 | lincoln.kong@gs.com
Goldman Sachs (Asia) L.L.C.

赵文博
+852-2978-2673 |
timothy.zhao@gs.com
Goldman Sachs (Asia) L.L.C.

邱伟 (Qiū Wěi)
+852-2978-2672 | steve.qiu@gs.com
Goldman Sachs (Asia) L.L.C.

刘恩意
+852-2978-7472 | eunice.liu@gs.com
Goldman Sachs (Asia) L.L.C.

周录清
+852-3465-4207 | luqing.zhou@gs.com
Goldman Sachs (Asia) L.L.C.

谢丹尼尔 (Xiè Dānnǐlù)
+852-2978-1398 | damian.xie@gs.com
Goldman Sachs (Asia) L.L.C.

肖伊瑞斯
+852-2978-0202 | iris.xiao@gs.com
Goldman Sachs (Asia) L.L.C.

高盛集团会与其研究报告涵盖的公司进行业务往来，并寻求开展此类业务。因此，投资者应注意，该机构可能存在利益冲突，从而影响本报告的客观性。投资者应将本报告视为其投资决策的单一因素。有关Reg AC认证及其他重要披露信息，请参阅披露附录，或访问www.gs.com/research/hedge.html。非美国附属机构的分析师在美国并非FINRA注册/合格的证券分析师。

基于对2026年下半年国内计算供应预期增长的预期，支出将有所增加。考虑到最新的行业格局和ARR发展情况，我们将Z. AI和MiniMax的2026年预期收入分别上调35%和63%，微调Z. AI的2027-28年预期并上调MiniMax的2027-28年预期，对智谱维持中性评级，对MiniMax在风险回报方面持买入评级。

为 Z. AI 和 MiniMax 评估变化：考虑到最新的行业格局和 ARR 发展，对于 Z. AI，我们将 2026-28 年的收入预测上调 35%/上调 4%/下调 2%，并将盈利预测下调 3%/下调 3%/下调 1%，主要基于 2026 年强劲的年至今 ARR 增长，同时考虑到长期内参数规模更大/高端编码模型竞争加剧以及持续的研发投入。对于 MiniMax，我们将 2026-28 年的收入上调 22-64%，主要基于向快速增长 API 业务的有利产品组合转变，并将净利润预测微调 -3% 至 +1%，以反映更高的研发和其他运营支出。Z. AI/MiniMax 的目标价分别因预测变化和最新股份数量（MiniMax）而下调 14%/-7%。我们还更新了其中的牛市/熊市情景。2026 年上半年展望：对于 Z. AI，我们预计收入将达到 18 亿元人民币（即 3 亿美元），调整后净亏损为 -18 亿元人民币（即 -3 亿美元），主要基于 22 亿元人民币的培训成本。对于 MiniMax，我们预计收入将达到 1.2 亿美元，调整后净亏损为 -1.68 亿美元，主要基于 2 亿美元的研发支出。

我们的6月应用追踪报告显示，前400款移动应用的总使用时长同比增长+9%（而2025年6月为+5%），微信使用时长增长+2%（同比增长），抖音应用持续强劲的参与度表现（主应用同比增长+27%，轻应用同比增长+30%），以及国内AIGC应用总参与度环比增长+2%。我们还注意到字节跳动通过短视频应用（抖音/红果）和AIGC应用（多巴）持续提升市场份额（在Top应用中占比33%，较两年前增长+6%）。具体各细分领域的增长情况，请参见下方的“Top应用”部分。

我们的核心观点/股票选择：我们继续将云计算与数据中心列为首选子领域（第1位），关键观点为：GDS、VNET、阿里云和金山云，受自主AI对AI代币需求的增长、云定价/利润率的提升空间以及超大规模企业资本开支在2026年下半年进一步加速等关键催化剂推动。在AI模型方面，我们看好MiniMax在风险收益上的上行潜力。我们认为该公司针对M3模型竞争力及H3多模态发布的明确战略，是推动年收入增长（ARR）加速的积极因素，这可能为2026年下半年估值修复提供显著空间（对比2026年6月初M3发布前年收入达4亿美元以上的水平，当时年化增长率可能仅为智谱的一半，且在2026年年中）。

来自MiniMax的H3多模态模型发布：开放权重方法与

现有企业30%-50%的定价水平

MiniMax的H3模型于7月发布。

31，它不仅仅是一个视频生成模型，而是一种作为通用模型（Omni-model）的新架构。

能够理解所有模态（文本、图像、视频、音频、音乐），并输出稳定结果

根据用户需求/提示，跨越视频、图像、音频。我们看到了其影响。

多模态行业格局（为现有视频生成提供替代方案）

（产品）鉴于其采用公开权重法，定价在30%-50%的水平上

建筑效率，但价格仍健康（与基础文本相比）

鉴于市场格局较为统一以及计算资源紧张，对模型）

当需求远超供给时。

“Harness/工作空间代理应用程序的竞赛：我们预计中国AI模型公司将越来越关注其定位其Harness/代理。”

作为关键入口的应用，尤其是在编码/工作空间领域（例如智谱的ZCode、腾讯的WorkBuddy以及阿里巴巴的Qoder，这些是支持全套AI模型的聚合平台），随着模型公司试图通过捕获更多现实生活中的编码和代理数据来实现规模化，这些应用的重要性日益凸显。协同工作和行业专家代理产品是下一个优先事项。腾讯的WorkBuddy在中国桌面代理产品中6月份的月访问量排名第一（参见展位10），这得益于其丰富的生态支持、快速的功能迭代以及安全治理。我们还注意到大型公司/独立实验室提供的产品之间的差异，WorkBuddy提供内部（Hy）+第三方模型，并通过1P代币和3P API转售/收入分成两种方式实现盈利，而独立公司则更专注于在其内部模型上推广自己的编码计划/API。

n 多款大型参数的高端编码模型发布，以及可能对中国境外最先进中文AI模型的访问限制加强：继Kimi K3发布后，我们预计在2026年下半年（Zhipu GLM、MiniMax M3 Pro、百度Seed等）将迎来更多中文AI模型的更新/发布，中国AI模型参与者的总参数规模将达到1-5万亿。我们认为，编码/编程领域的竞争将在2026年下半年加剧。多模态/视觉理解能力的加入也将成为中国AI基础模型的下一轮升级。随着中国参与者专注于训练后数据、监督微调（SFT）和强化学习，整体编码性能将得到提升（以腾讯Hy3的性能提升与预览版为例，我们预计Minimax M3.1也将与M3相比看到显著提升），用户在不同模型间的切换将十分迅速，而价格/成本效益/速度将成为用户采用中国AI模型的其他关键驱动因素（参见我们从小米Maxim创始人/CEO会议中的见解）。我们还注意到新闻报道，中国监管机构正在考虑限制模型权重的国外下载和训练数据的海外转移。

持续转向中国开源大模型授权条款：低端代理聚焦细分市场具有竞争力的API定价：我们注意到中国开源大模型已逐渐开始实施使用限制，大规模商业应用需通过正式授权支付收入分成。我们认为开源模型披露的ARR可能低估了总部署和收入潜力，预计未来中国AI模型将更多转向开源（以社区许可，即商业使用需遵守商业条款）模式。我们预计，到下半年，低端定价细分市场（每1000万token约0.1-0.2美元）的API定价和因此的毛利率将继续承压，因中国AI模型参与者通过融资后拥有充足的现金缓冲来补贴竞争性定价。因此，我们认为财务实力是评估中国AI模型公司最重要的三个指标之一（除定价能力和成本效率外）。我们注意到，在DeepSeek宣布高峰时段涨价后，腾讯的Hy3和小米的MiMo 2.5等高性价比代理模型在上周继续市场份额增长。

n **增加国内算力供给：**我们正看到国内在AI推理（以及展望未来训练）的算力应用方面出现积极信号。7月23日，阿里巴巴

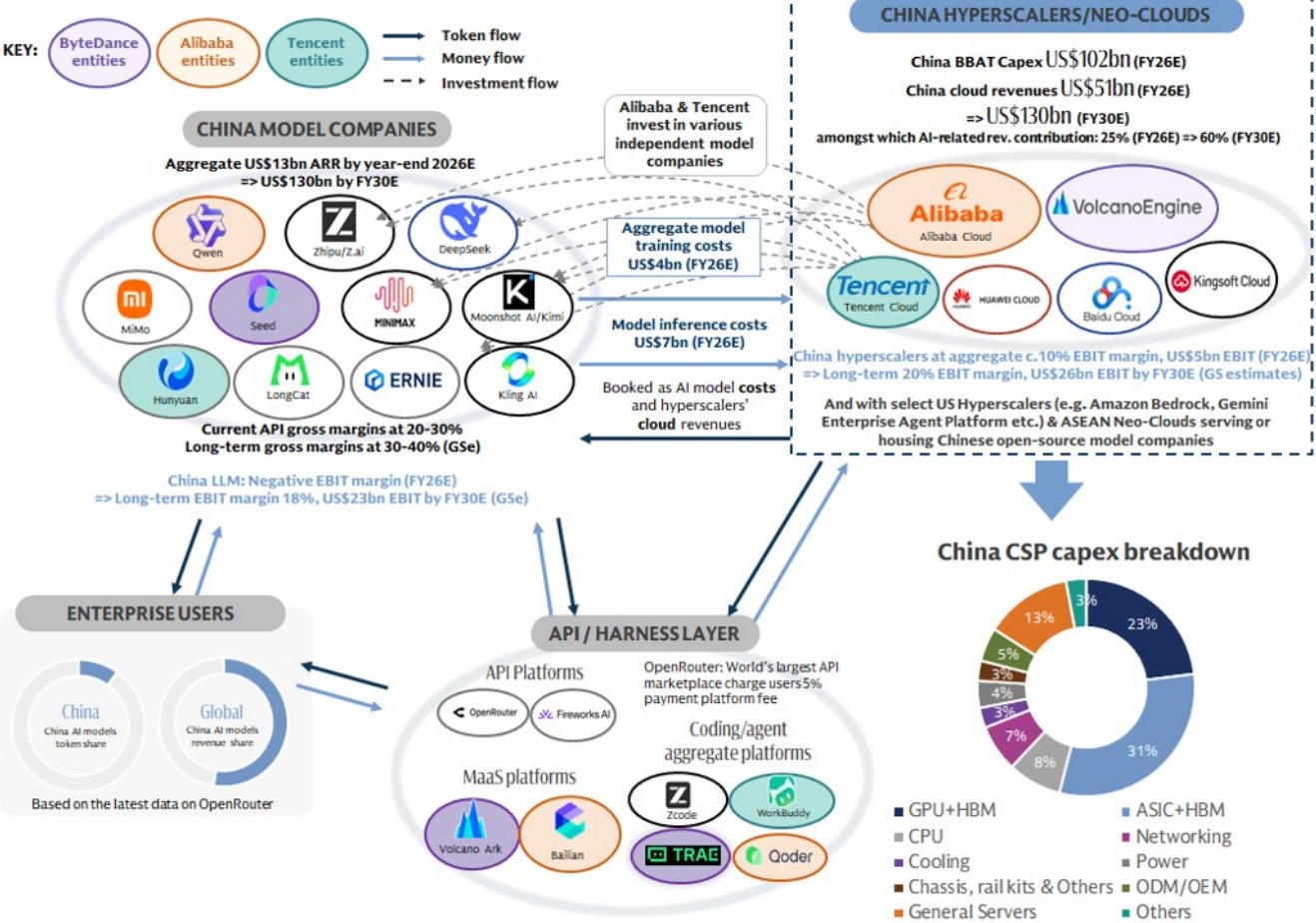
该公司披露，其T头灵骏真武M890超级节点已在百炼MaaS平台上上线用于推理，并适配了Qwen3. 8 Max，使其成为中国首个能够运行超过2T参数AI模型的超级节点。与此同时，超大规模厂商（腾讯云在WAIC上宣布将积极扩大国内AI芯片部署以降低推理成本）和纯软件公司（智谱据报道完成了一个完全由国产芯片供电的1GW数据中心建设，同时收购了计算软件团队XCore Sigma以提升芯片利用率）的投资承诺表明，在近期融资后，模型厂商正持续加强其计算基础设施，随着竞争转向更大参数模型。

另见我方近期报告

中国AI模型导航：大型语言模型入门：全球扩散的关键智能点，2026年7月10日
中国AI模型导航：从Kimi K3开启新前沿：从成本效率、智能到中国模型的定价权，2026年7月18日

CHINA AI MODEL & HYPERSCALERS ECOSYSTEM

Our mapping of key players, revenue/profit pools & interdependencies



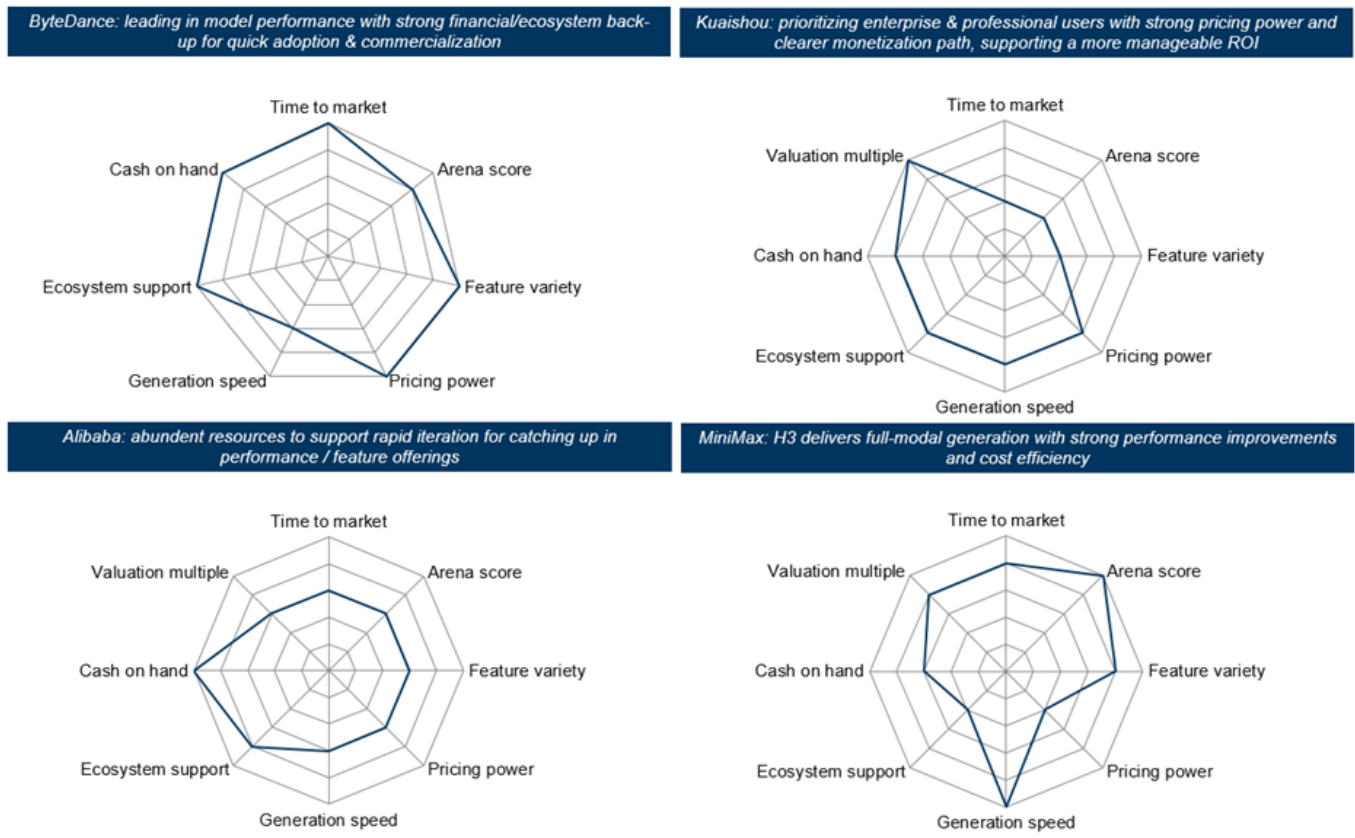
1) 中国云收入的计算包括阿里巴巴、腾讯、字节跳动、百度和金山云。2) 中国CSP资本支出的细分基于GS大中华区技术团队的估计；
3) 所列公司仅用于说明目的，可能并非详尽无遗的列表。

附件1：人工智能模型参与者的竞争定位框架

Key themes	Chinese models reaching critical stage of intelligence for wide adoption across agentic tasks/specific coding scenarios			Fragmentation between China AI models but strong to get stronger; pricing power to come from frontier performance/multi-modal			Agentic AI driving higher demand for value-for-money models/SLMs		Access to computing, where balance sheet and inference efficiency are key	
Drivers of corporate performance	Competitive positioning									
CP category	Pricing Power			Cost advantage				Financial strength		
CP metrics	Time to market	Arena score	Pricing	Token volume	Throughput /Cache hit rate	Parameter size/ activation ratio	Inference GPM	Cash on hand	Net cash as % of asset	Valuation multiples

高盛全球投资研究

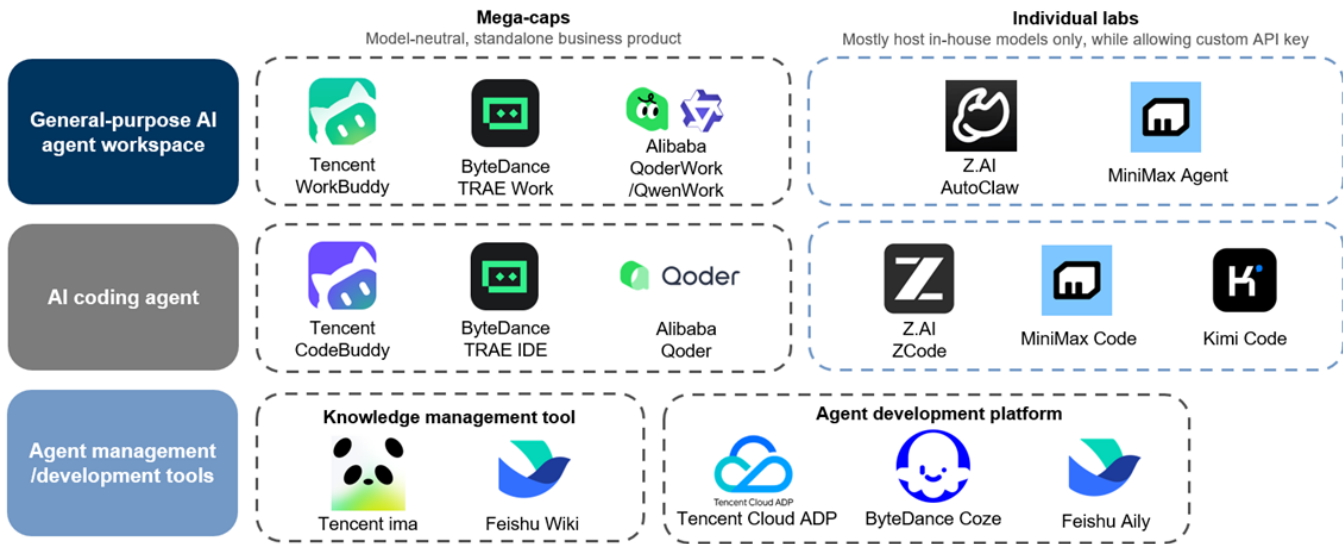
附件2：关键多模式实验室定位竞争分析概述



字节跳动（未覆盖）的相关指标是通过分析我们覆盖的行业和公司，然后将其外推至字节跳动来计算的。字节跳动的估值倍数不适用。

高盛全球投资研究

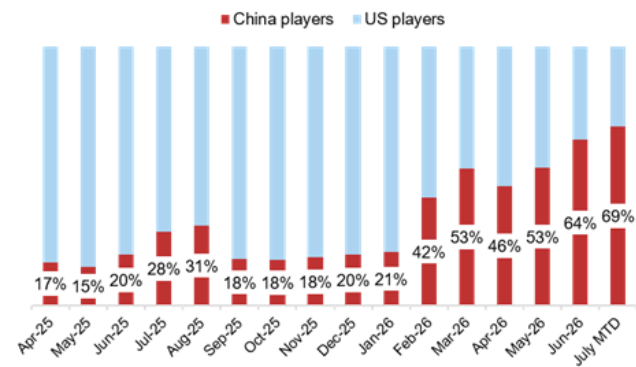
图3：中国 harness/agent 产品格局



*Note: Alibaba is set to consolidate QoderWork, Wukong and MuleRun (prior focus mainly on overseas market) into **QwenWork**, now under beta testing

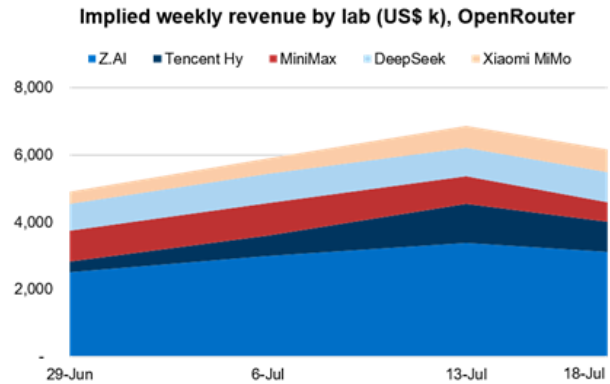
数据来源：公司数据，由高盛全球投资研究部整理

图4：中国模式玩家通过代币消费持续抢占OpenRouter市场份额



来源：OpenRouter，数据由高盛全球投资研究部门整理

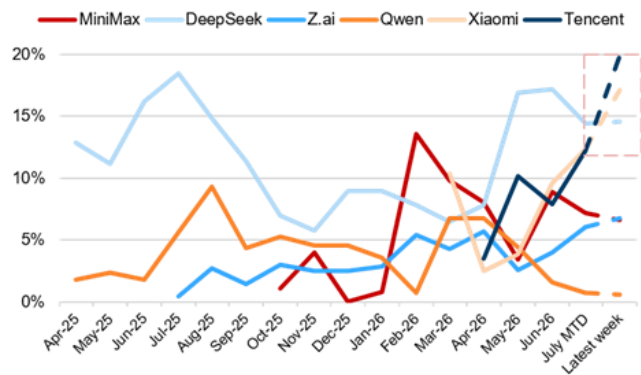
附件5：隐含的每周收入增长，根据代币增长，尤其是针对较高定价的编码模型



来源：OpenRouter，公司数据，高盛全球投资研究部门整理

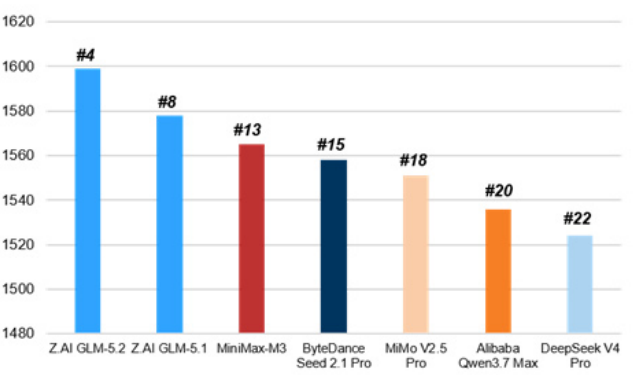
图6：我们看到领先份额从性价比代理模型中获益，尤其是在DeepSeek高峰期涨价后的一周，小米/腾讯表现突出。

中国AI模型玩家的市场份额，OpenRouter上的代币消耗



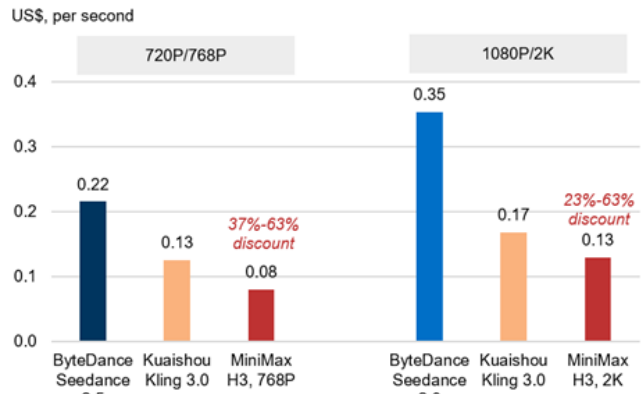
来源：OpenRouter，数据由高盛全球投资研究部门整理

图7：截至2026年7月下旬，中国模型在全栈网页开发任务中的Code Arena排行榜排名



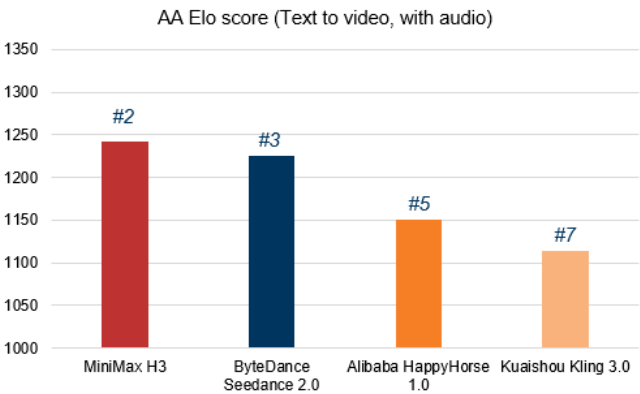
来源：LMArena，数据由高盛全球投资研究部门整理

图8：极具吸引力的H3 API定价，为同行每秒美元价格的1/3至2/3



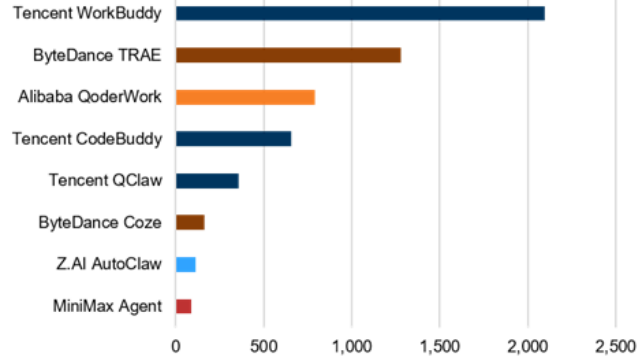
来源：人工分析，数据由高盛全球投资研究部门整理

图9：我们注意到MiniMax H3在带音频的AA文本到视频排行榜上的排名有显著提升



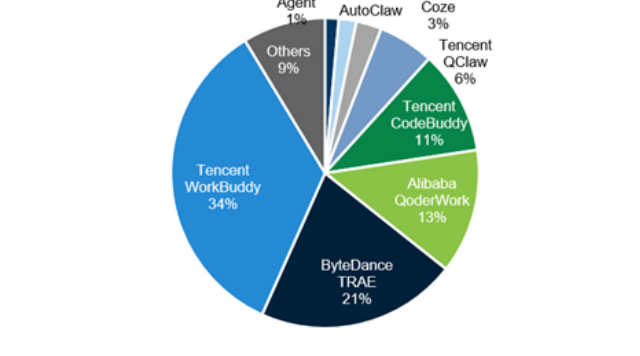
来源：人工分析，数据由高盛全球投资研究部门整理

图10：WorkBuddy在中国桌面AI代理产品中，6月份访问量排名第一



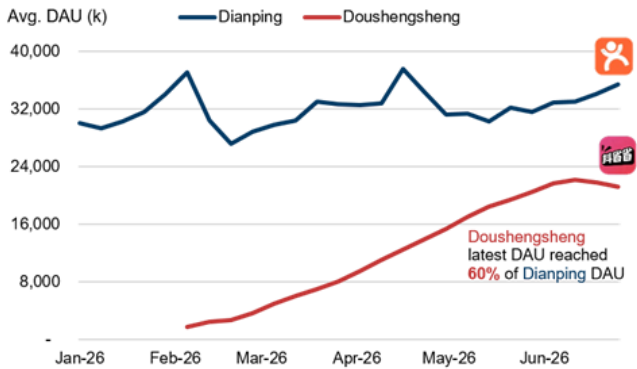
来源：Analysys，数据由高盛全球投资研究部门整理

第11项展品：……其中WorkBuddy占据34%的市场份额，其次是字节跳动TRAE和阿里巴巴QoderWork



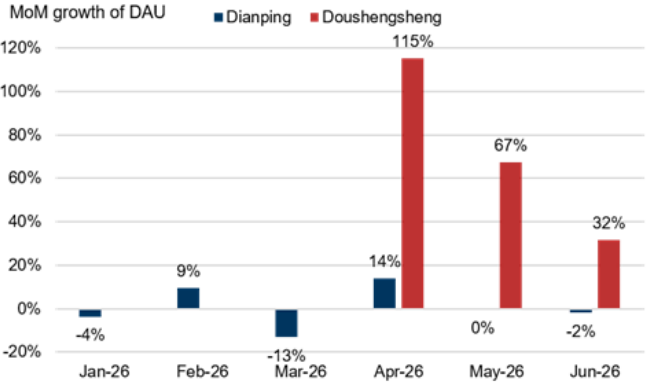
来源：Analysys，数据由高盛全球投资研究部门整理

第12项：抖生声（字节跳动本地服务应用）自2月推出以来流量激增，7月月度DAU超过2000万（约占点评的60%）。



来源：QuestMobile，数据由高盛全球投资研究部门整理

第13项展品：……但MoM DAU增长已开始放缓，这表明竞争可能在中期趋于正常化，因为抖生声的激进补贴正逐渐减少。



来源：QuestMobile，数据由高盛全球投资研究部门整理

AI基础模型/最新API令牌追踪器：中国玩家的令牌激增由编码、AI代理驱动

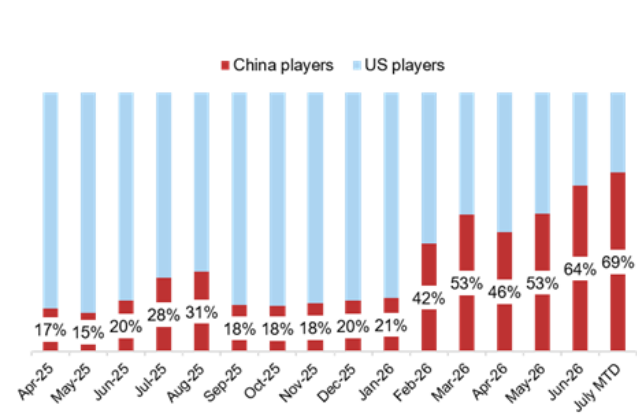
中国开源/开放权重模型持续获得的代币份额增长

图14：中国模型连续数周占据OpenRouter token使用排行榜榜首

As of Jun 21th, 2026 (Rolling 7 days)			As of Jul 5th, 2026 (Rolling 7 days)			As of July 24th, 2026 (Rolling 7 days)		
Ranking	Model	Tokens usage	Ranking	Model	Tokens usage	Ranking	Model	Tokens usage
1	DeepSeek V4 Flash	4.93T	1	DeepSeek V4 Flash	5.34T	▲ 1	MIMo-V2.5	9.81T
2	MIMo-V2.5	3.94T	2	MIMo-V2.5	4.38T	▲ 2	Hy3*	8.85T
3	MiniMax M3	3.77T	3	MiniMax M3	4.11T	3	DeepSeek V4 Flash	5.59T
4	Hy3 preview	3.63T	4	Hy3 preview	3.13T	▲ 4	GLM-5.2	3.47T
5	LongCat-2.0	2.56T	5	GLM-5.2	2.58T	▲ 5	DeepSeek V4 Pro	3T
6	DeepSeek V4 Pro	2.53T	6	DeepSeek V4 Pro	2.36T	6	MiniMax M3	2.72T
						▲ 13	Kimi K3	1.1T
*Combined usage of Hy3 (free) at 6.79T and Hy3 at 2.06T								

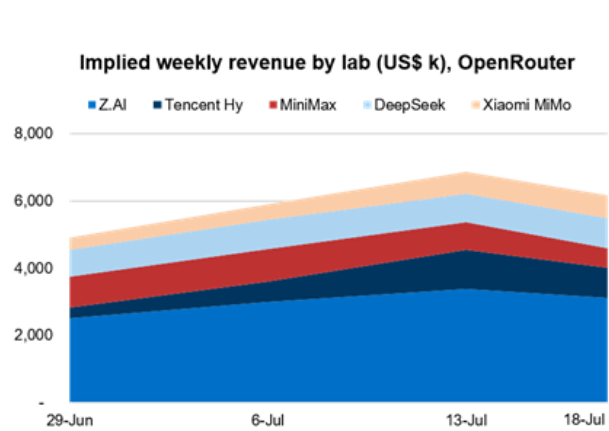
来源：OpenRouter，数据由高盛全球投资研究部门整理

图15：中国模式玩家通过代币消费持续抢占OpenRouter 市场份额



来源：OpenRouter，数据由高盛全球投资研究部门整理

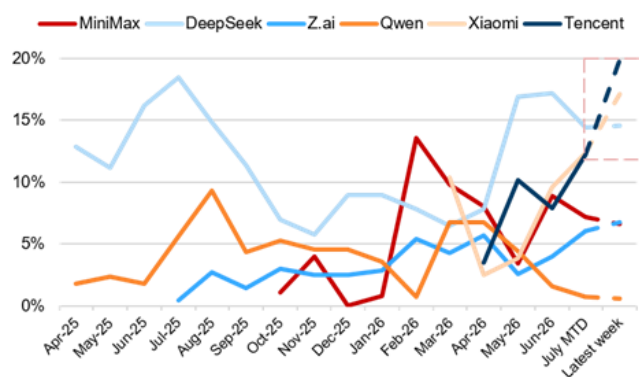
第16项：隐含的每周收入增长与代币增长相符，尤其体现在高定价的编码模型上



来源：OpenRouter，公司数据，高盛全球投资研究部门整理

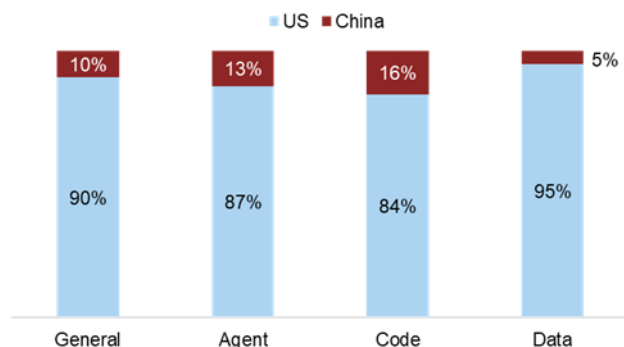
第17项证据：我们看到领先份额从性价比代理模型中获益，尤其是在DeepSeek涨薪高峰期后的最新一周，小米/腾讯表现突出。

中国AI模型玩家的市场份额，OpenRouter上的代币消耗



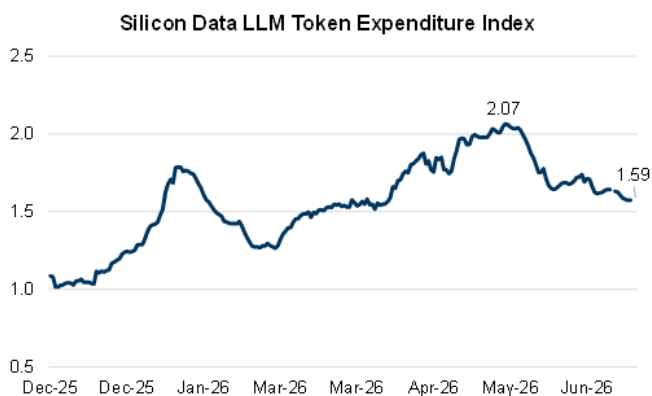
来源: OpenRouter, 数据由高盛全球投资研究部门整理

展品19: 根据OpenRouter的数据, 中国AI模型目前仅占不同任务总支出中的有限份额, 统计截止至2026年7月1日开始的这一周



来源: OpenRouter, 数据由高盛全球投资研究部门整理

第18项证据：混合型大语言模型（SDLLMTK）的代币价格自6月初以来一直在下降，这也可能表明了低成本中国模型采用率的上升。单位：每100万代币美元，数据日期为7月19日。



硅基数据大语言模型令牌支出指数 (SDLLMTK) 是一个每日综合指标, 衡量市场实际为运行前沿模型和开放权重模型的大语言模型推理所支付的费用。

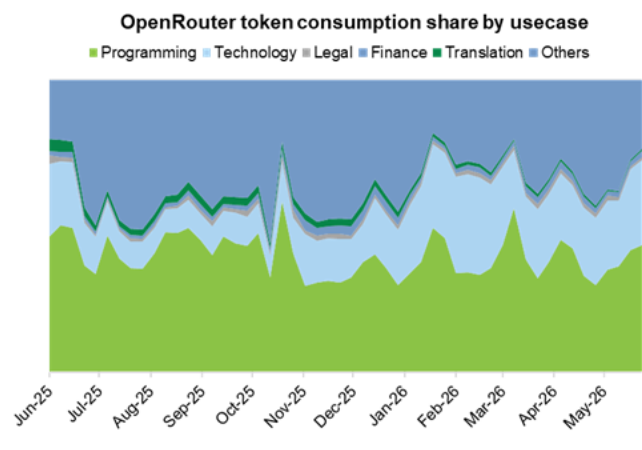
硅谷数据，彭博，数据由高盛全球投资研究部门整理

展品20: 虽然中国的AI模型在价格竞争力方面已占据多数token使用率,尤其是在长时间编码/代理任务中。截至2026年7月1日开始的这一周



来源: OpenRouter, 数据由高盛全球投资研究部门整理

图21：代币消耗正集中在编程/技术等复杂、高价值的场景中



来源：OpenRouter，数据由高盛全球投资研究部门整理

人工智能多模态生成/视频模型

MiniMax H3发布亮点与惊喜：开放重量、性能提升及定价

我们视MiniMax H3的发布为重返AI视频生成前沿（参见性能提升的AA排名展27），凭借其计划中的开放权重发布、统一的全模态生成以及显著更低的定价，这有可能将竞争从单一提示的视觉质量转向商业化就绪的生产工具。具体而言，我们强调：

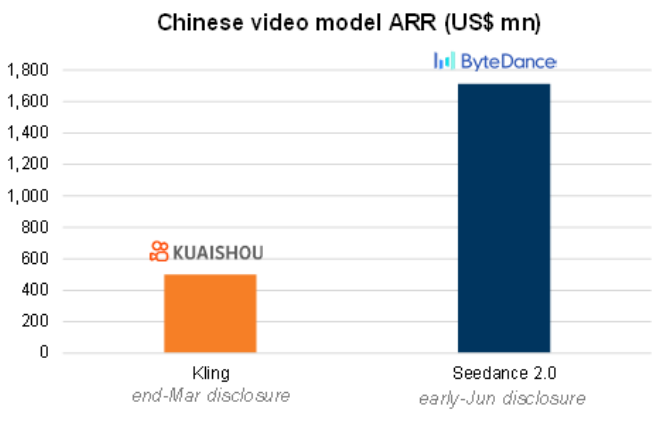
统一全模态理解与生成：H3将文本、图像、视频和音频共同理解为一个单一的创意语境，同时生成带有原生立体声的视频，而不是将生成、参考处理和编辑视为独立的专门任务。例如，用户可以在一条指令中指定从一个视频参考中选取摄像机运动、从一个图像中选取角色、以及从音频参考中选取演唱风格，让H3推断输入之间的关系，并产生连贯的视听输出。

基于架构创新实现的生产就绪成本效益：每秒定价设定为同类产品的约1/3（针对2K分辨率）和约1/2（针对768P分辨率），凭借重新设计的H3-VAE，具有极高的性价比。该H3-VAE提供4倍的序列长度效率，在H3-Omni Transformer中进行异构训练优化，并支持情境再生，即基础模型利用原始多模态上下文再生更高分辨率的输出，而非仅依赖独立的超分辨率模块。

扩展输出规格和参考容量：H3 支持最高 15 秒的视频生成，帧率为 24 FPS，支持原声立体音频和主要画幅比例，同时每个请求可接受高达 9 张图片、3 段视频片段和 3 段音频片段（总计 12 个文件，相较于 Hailuo 2.3 有大幅提升），以及长达 7,000 个字符的提示。我们注意到，除文本提示之外的多模态参考有助于锚定角色/动作/声音的一致性及视觉风格，这能更好地支持完整的广告节奏、产品演示、游戏或 UI 序列以及简短叙事内容。

细粒度控制可降低“中奖率”和项目成本：更强的指令遵循、品牌/文本渲染及V2V动效迁移功能，使创作者能在保留获批元素的同时进行针对性修改，减少全视频再生并提升商业工作流程中的迭代效率。在支持多款API的AI视频创作平台LibTV上，限时H3价格起步为768P每秒0.1元、2K每秒0.2元，广告视频/短剧每集预估成本仅为10元/20元，高可用输出率有效降低单片段成本。

附件22：中国AI视频模型ARR最新披露（百万美元）



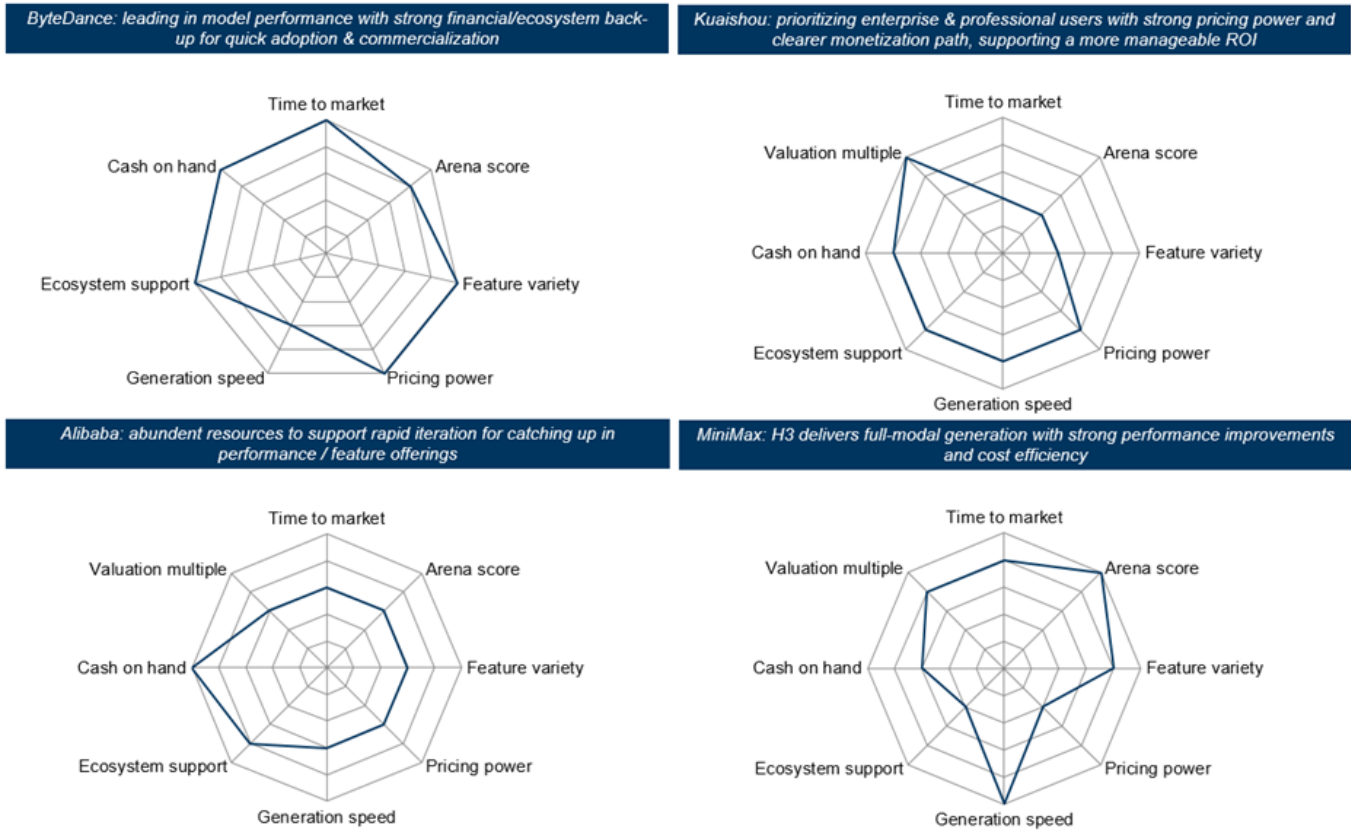
公司数据，36kr，数据由高盛全球投资研究部门整理

附件23：多模态生成玩家的竞争定位框架

CP category	Pricing Power				Cost advantage	Financial strength		
CP metrics	Time to market	Arena score	Feature variety	Pricing	Generation speed	Cash on hand and net cash as % of asset	Ecosystem support	Valuation multiples (P/ARR)

高盛全球投资研究

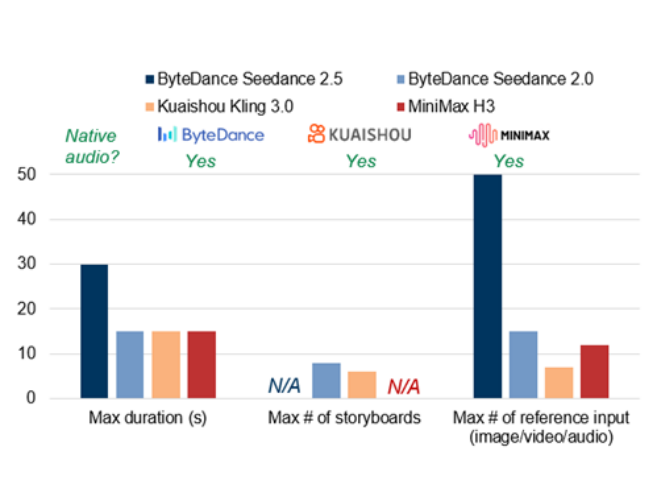
附件24：关键多模式实验室定位的竞争分析概述



字节跳动（未覆盖）的相关指标是通过分析我们覆盖的行业和公司，然后将其外推至字节跳动来计算的。字节跳动的估值倍数不适用。

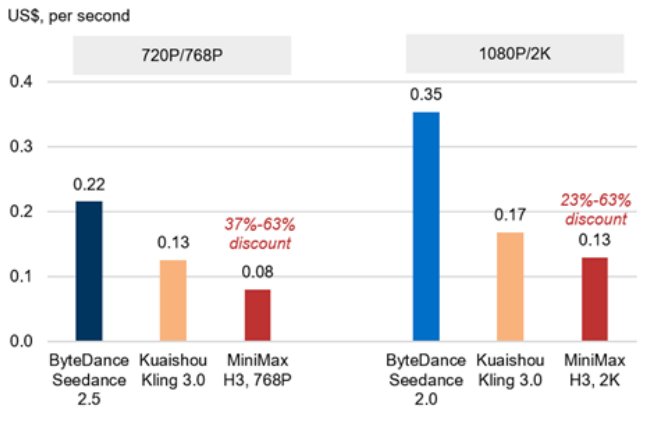
高盛全球投资研究

图25：关键AI视频模型的特性多样性



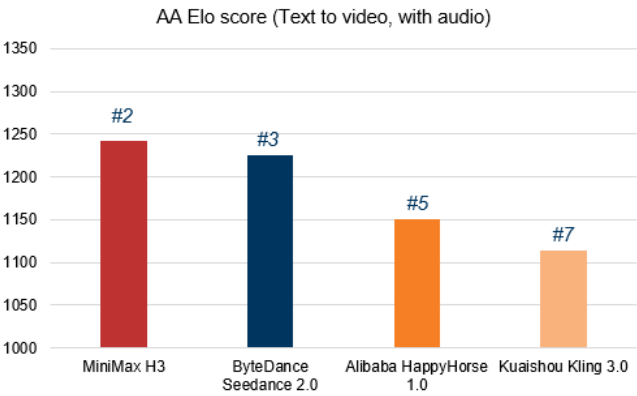
数据来源：公司数据，由高盛全球投资研究部整理

附件26：极具吸引力的H3 API定价，仅为同行水平的1/3至2/3
每秒美元



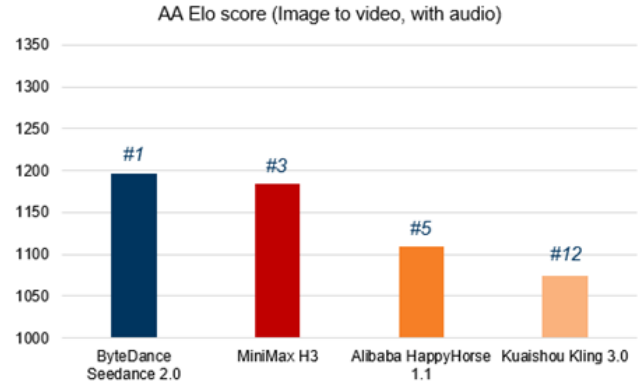
来源：人工分析，数据由高盛全球投资研究部门整理

附件27：我们注意到MiniMax H3在带音频的AA文本到视频排行榜上的排名有显著提升



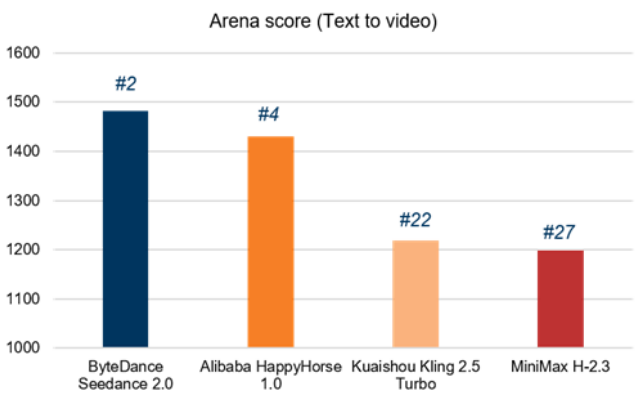
来源：人工分析，数据由高盛全球投资研究部门整理

图28：...在图像到视频排行榜中同样如此，尽管在第二名的Seedance 2.0之后有所落后



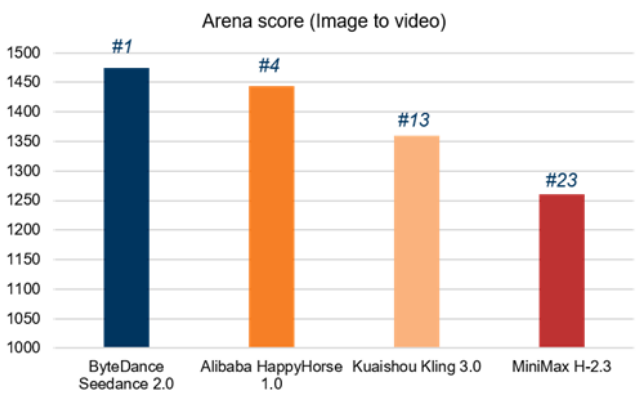
来源：人工分析，数据由高盛全球投资研究部门整理

第29项：Arena. ai评分和关键视频模型（文本到视频生成）的全球排名（截至2026年7月）



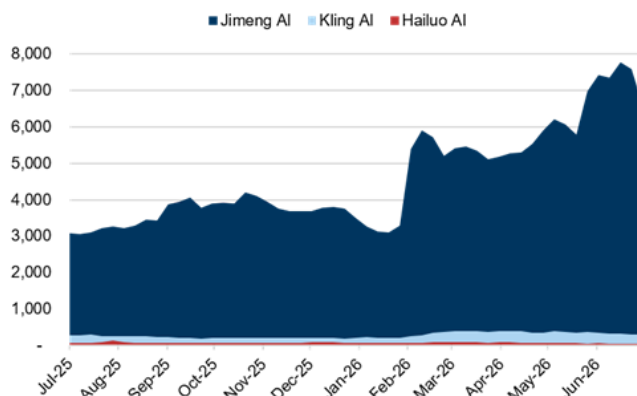
来源：LMArena，数据由高盛全球投资研究部门整理

图30：Arena. ai评分及关键视频模型（图像到视频生成）的全球排名（截至2026年6月）



来源：LMArena，数据由高盛全球投资研究部门整理

第31项：字节跳动旗下Jimeng AI在消费者AI视频应用领域周活跃用户数（k）持续领先

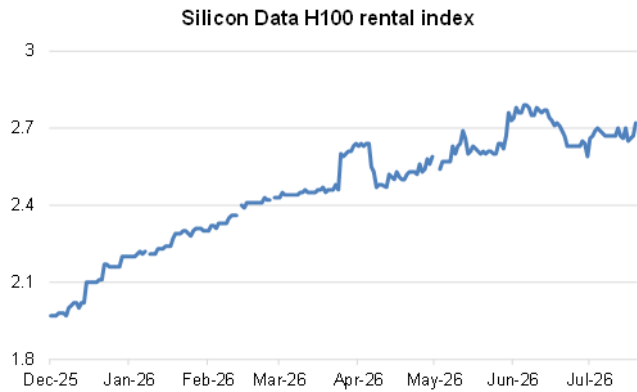


来源：QuestMobile，数据由高盛全球投资研究部门整理

人工智能云/基础设施与资本支出

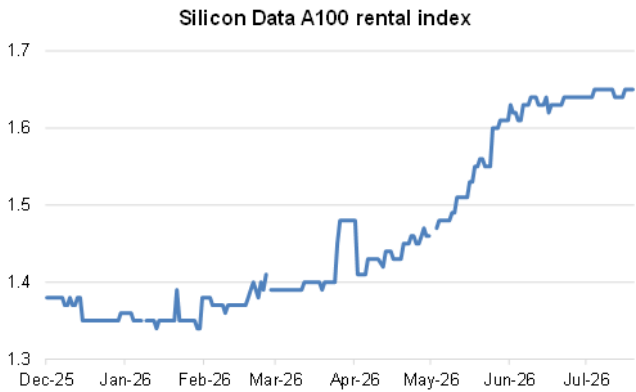
国内及国外芯片供应动态演变

第32项证据：H100点租价格持续上涨，截至本年度累计每GPU小时美元价格



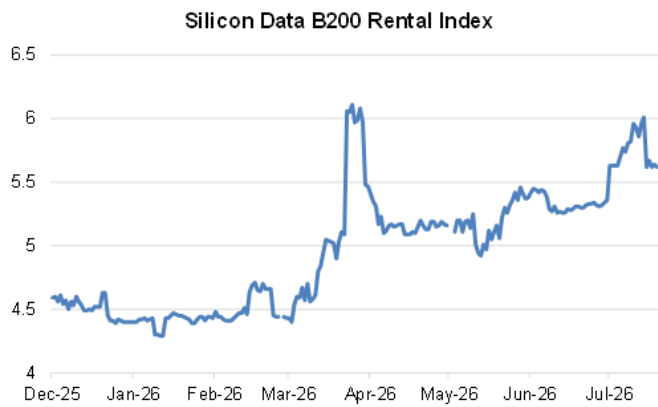
来自 neo-cloud 的硅数据 H100 租赁价格指数 (SDH100RT) 是按需租赁 NV IDIA H100 的每日基准价格。
硅数据，彭博

附件33：... A100机时租赁价格相同，每GPU小时美元。



来自 neo-cloud 的硅数据 A100 租赁价格指数 (SDA100RT) 是每日更新的。按需NVIDIA A100租赁基准价格
硅数据，彭博

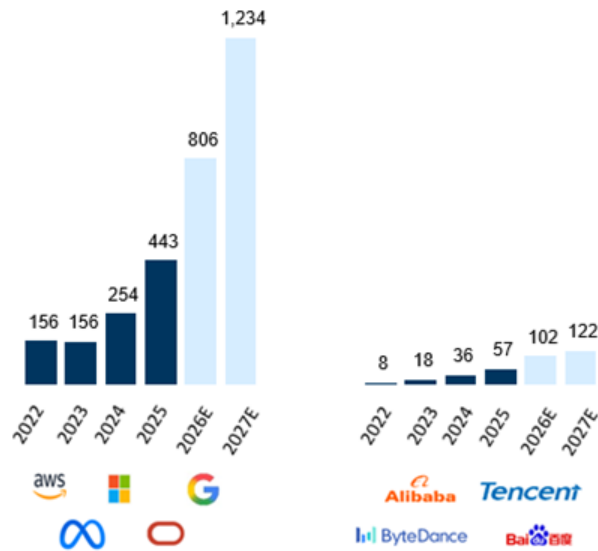
第34项证据：虽然B200现货租赁定价显示出更高的波动性，每GPU小时美元价格



硅数据B200租赁价格指数 (SDB200RT) 是NVIDIA B200按需租赁价格的每日基准。
硅数据，彭博

AI资本支出/基础设施：我们最新的中国超大规模计算资本支出预测和资本支出至云收入框架

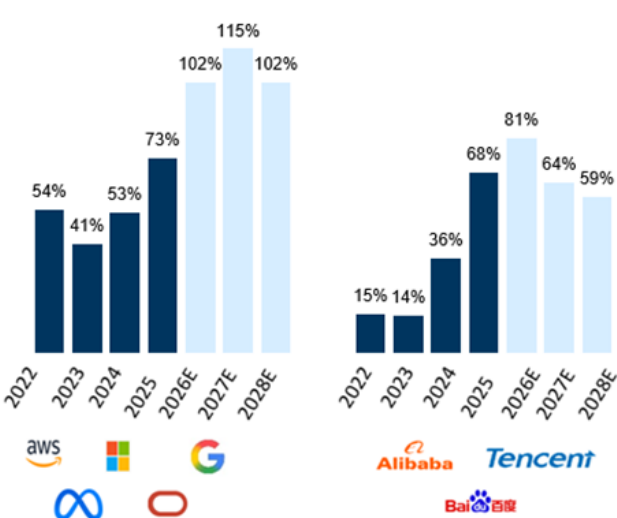
图35：主要中美云服务提供商的历史和预计资本支出（十亿美元）



我们通过分析我们覆盖的行业和公司，计算出字节跳动（未覆盖）的相关运营指标，然后将这些指标外推至字节跳动。

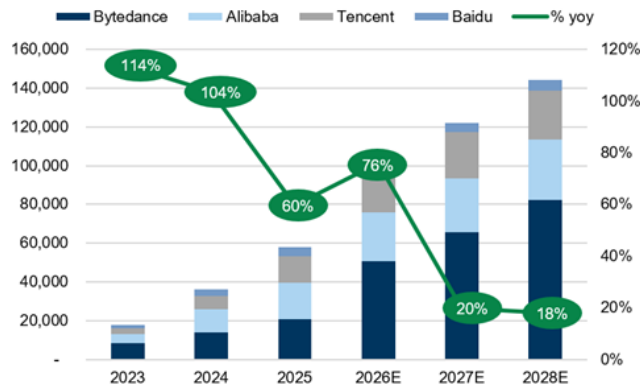
公司数据，高盛全球投资研究

图36：中国超大规模企业的资本支出对经营现金流比率依然健康



公司数据，高盛全球投资研究

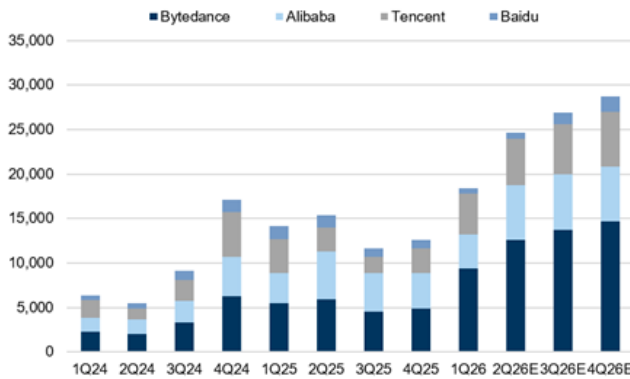
附件37：中国互联网年度资本支出预测（亿美元）



对于字节跳动（未涵盖），我们根据行业趋势分摊资本支出。

来源：公司数据，高盛全球投资研究，彭博

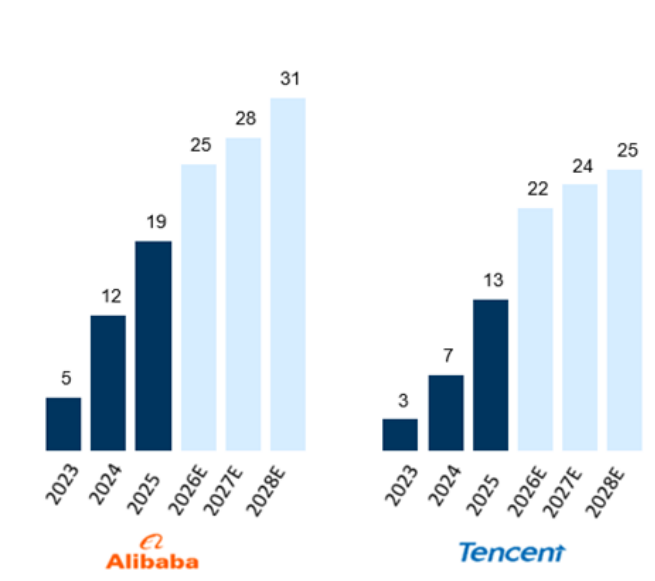
附件38：中国CSP的资本支出季度预测（亿美元）



对于字节跳动（未涵盖），我们根据行业趋势分摊资本支出。

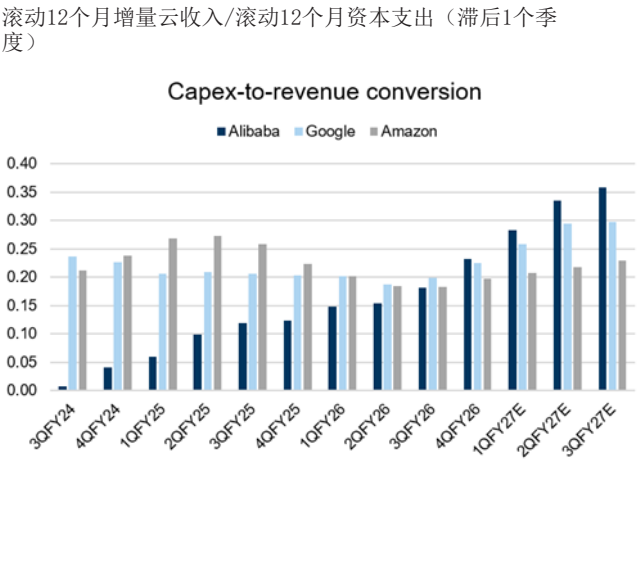
来源：公司数据，高盛全球投资研究，彭博

附件39：阿里巴巴和腾讯的历史及预计资本支出（亿美元）



公司数据，高盛全球投资研究

附件40：阿里巴巴资本支出占收入比率与亚马逊和谷歌的对比



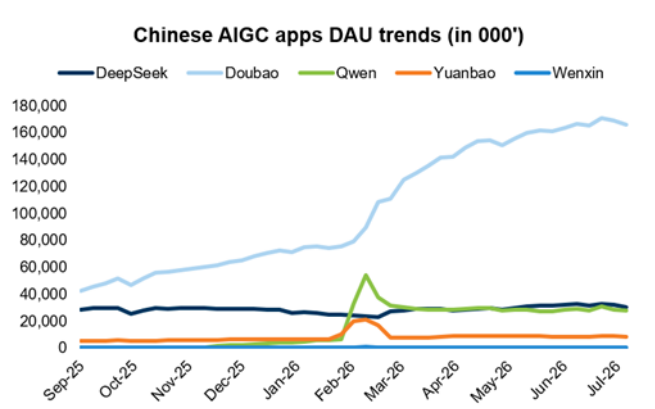
我们将阿里巴巴外部云收入增长与谷歌和亚马逊云服务进行比较（后者大约落后两年）。

公司数据，高盛全球投资研究

人工智能应用： harness/agent 产品和面向消费者的应用程序

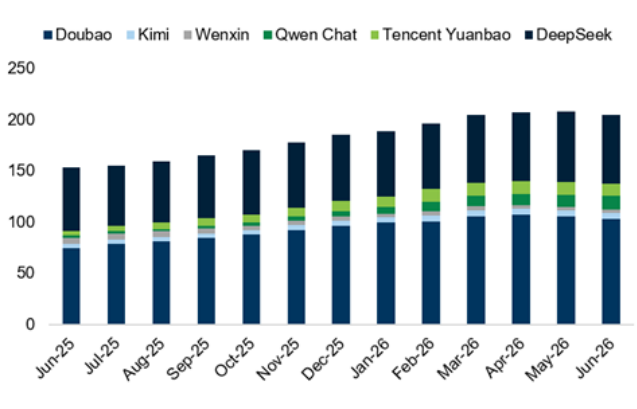
面向客户的申请/聊天机器人参与趋势

图41：中国中文AIGC应用DAU趋势DAU K



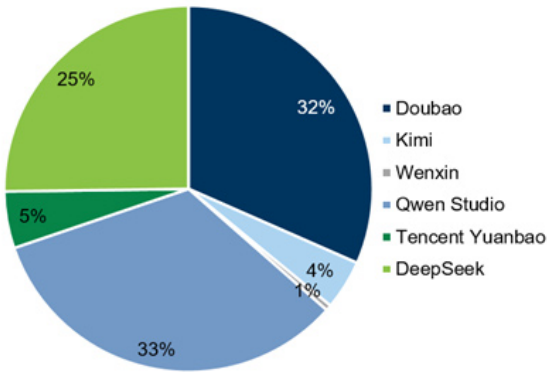
源：QuestMobile

图42：中国AIGC对C端/聊天机器人的月活跃用户数趋势 MAU mn



传感器塔

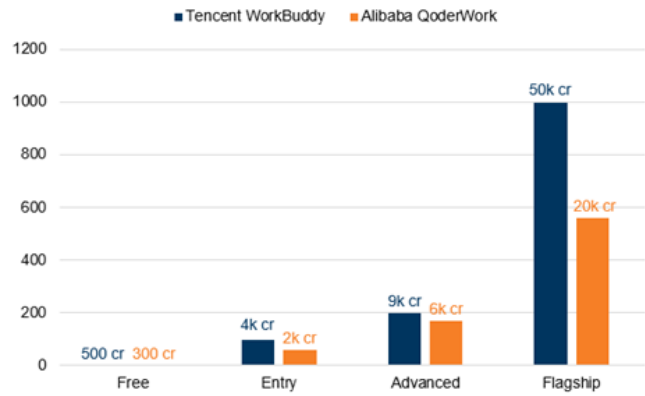
附件43：中国AIGC对C端/聊天机器人月度下载份额：六月Qwen超越 Doubao



传感器塔

Harness/agent应用程序

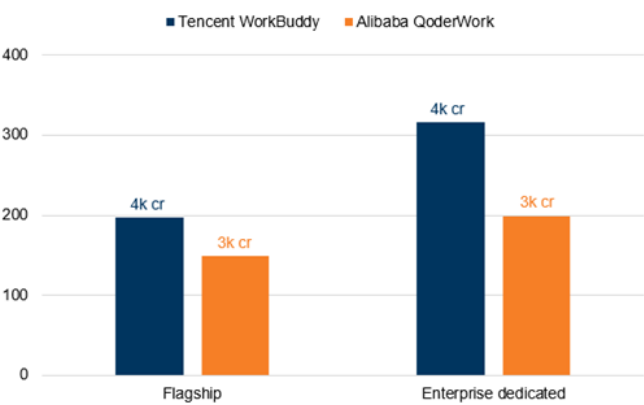
附件44：腾讯WorkBuddy和阿里巴巴QoderWork在不同信用额度等级下的个人订阅价格



我们注意到，月度订阅等级主要区别在于包含的积分数量，而不同产品中的积分不能直接比较，因为每个供应商都定义了自己的积分单位和消耗率。

数据来源：公司数据，由高盛全球投资研究部整理

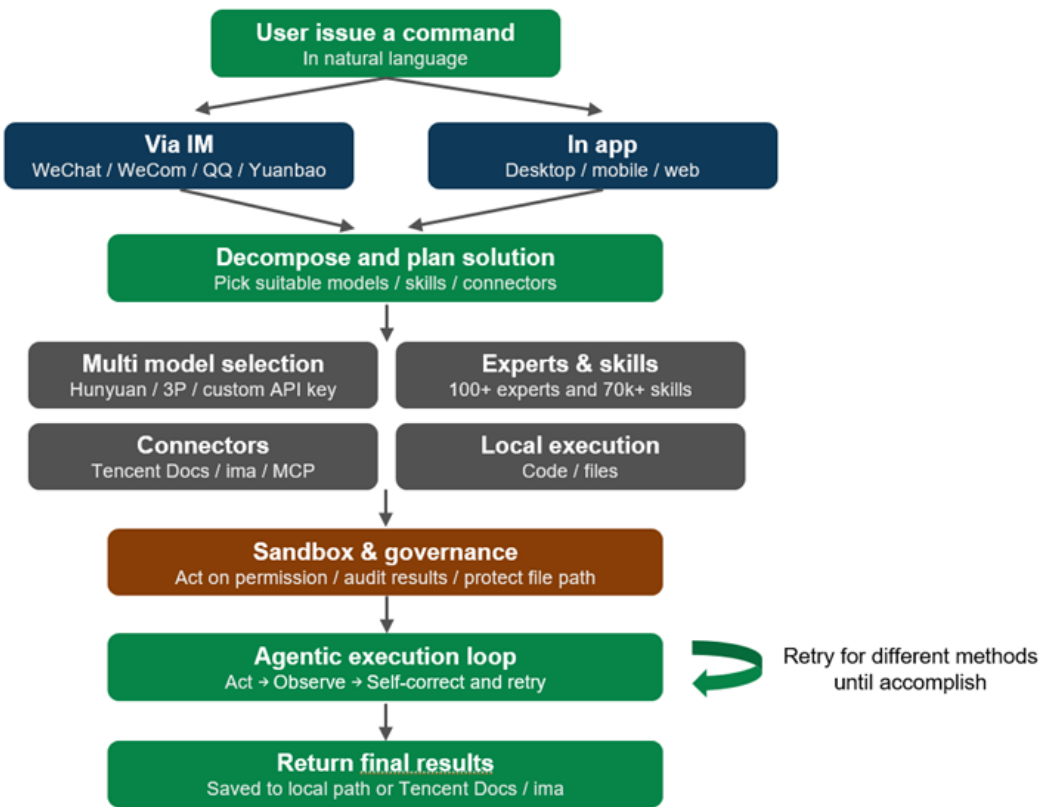
附件45：腾讯WorkBuddy和阿里巴巴QoderWork的企业订阅价格



企业专用版为每位客户提供独立的隔离实例和数据存储。

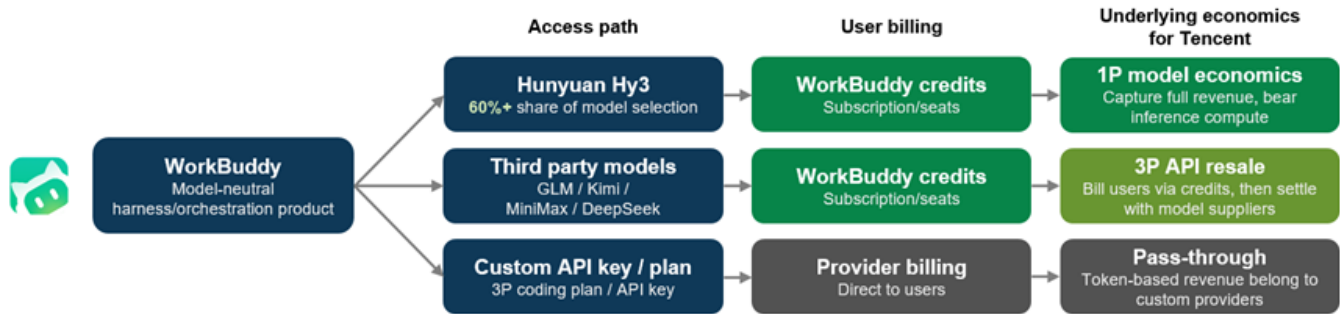
数据来源：公司数据，由高盛全球投资研究部整理

第四十六项: WorkBuddy 从接收指令到最终交付的工作流程



数据来源：公司数据，由高盛全球投资研究部整理

附件47: 腾讯WorkBuddy商业模式及潜在经济基础



Note: WorkBuddy monetizes through consumer subscription + enterprise seats + credit add-on packs; Built-in model usage is measured by credits (similar to token-based pricing), with more capable models carrying higher credit multipliers

数据来源：公司数据，由高盛全球投资研究部整理

评估 Z.AI 和 MiniMax 的变更

Z.AI/Zhipu

我们根据2026年强劲的年至今累计收入（ARR）增长，将2026-28E的收入预测上调35%/上调4%/下调2%，并将盈利预测下调3%/下调3%/下调1%，同时考虑到长期内围绕更大参数/高端编码模型竞争加剧以及持续的研发投入。

我们12个月期限的票据价格已降至港币1.61元（此前为港币1.88元），隐含的估值为960亿港元。市场份额持续增长，至2030年达到21%（此前预测为24%），并预计2035年调整后的EBIT利润率将达到26%。据此，我们也将牛市的隐含估值更新至港币3,266元（此前为港币3,350元），熊市的隐含估值更新至港币835元（此前为港币900元），具体假设见第50页附录。

主要风险：（+）模型智能超出预期，（+）盈利可见性实现路径快于预期，（+）额外非推理收入来源，（+）商业化能力强于预期，（-）全球基础模型行业竞争，（-）由于研发费用高，近期盈利可见性有限，（-）现金消耗/自筹能力，（-）中美科技竞争加剧下的地缘政治风险。

证据48：Z. AI：新估计与旧估计

December year-end (Rmb mn)	New 2026E	Old 2026E	Diff (%)	New 2027E	Old 2027E	Diff (%)	New 2028E	Old 2028E	Diff (%)
Open platform and API yoy %	7,473 3825%	5,248 2657%	42%	22,790 205%	21,931 318%	4%	55,188 142%	56,144 156%	-2%
On-premise deployment yoy %	1,103 107%	1,091 104%	1%	1,836 66%	1,794 64%	2%	2,712 48%	2,666 49%	2%
Revenue yoy %	8,575 1084%	6,339 775%	35%	24,626 187%	23,725 274%	4%	57,900 135%	58,809 148%	-2%
Cost of sales	(6,246) yoy %	(4,528) yoy %	38%	(17,641) yoy %	(17,264) yoy %	2%	(41,218) yoy %	(42,438) yoy %	-3%
Gross (loss)/profit yoy %	2,329 685%	1,812 511%	29%	6,985 200%	6,460 257%	8%	16,682 139%	16,371 153%	2%
Selling and distribution expenses	(586)	(508)	-15%	(774)	(737)	-5%	(1,107)	(1,105)	0%
Administrative expenses	(733)	(657)	-12%	(975)	(953)	-2%	(1,433)	(1,429)	0%
Research and development expenses	(6,234)	(5,725)	-9%	(11,532)	(10,877)	-6%	(16,630)	(16,305)	-2%
Operating profit	(5,190)	(5,045)	-3%	(5,855)	(5,673)	-3%	(2,283)	(2,269)	-1%
Adj. operating profit - non-IFRS yoy %	(4,492) -39%	(4,375) -36%	-3%	(5,017) -12%	(4,869) -11%	-3%	(1,320) 74%	(1,304) 73%	-1%
(Loss)/Profit before tax	(5,229)	(5,081)	-3%	(5,893)	(5,709)	-3%	(2,322)	(2,304)	-1%
Income tax expense	-	-		-	-		-	-	
Net profit/(loss)	(5,229)	(5,081)	-3%	(5,893)	(5,709)	-3%	(2,322)	(2,304)	-1%
Adj. net profit/(loss) - non-IFRS yoy %	(4,531) -42%	(4,411) -39%	-3%	(5,056) -12%	(4,905) -11%	-3%	(1,359) 73%	(1,340) 73%	-1%
GPM	27%	29%	-141bps	28%	27%	113bps	29%	28%	97bps
Adj. OPM	-52%	-69%	1663bps	-20%	-21%	15bps	-2%	-2%	-6bps
Adj. NPM	-53%	-70%	1675bps	-21%	-21%	14bps	-2%	-2%	-7bps

高盛全球投资研究

第四十九项证据：Z. AI - 利润表

December year-end (Rmb mn)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
On-premise deployment	113	264	534	1,103	1,836	2,712
yoy %		134%	102%	107%	66%	48%
Cloud-based deployment	12	48	190	7,473	22,790	55,188
yoy %		307%	293%	3825%	205%	142%
Revenue	125	312	724	8,575	24,626	57,900
yoy %		151%	132%	1084%	187%	135%
Cost of sales	(44)	(137)	(428)	(6,246)	(17,641)	(41,218)
Gross (loss)/profit	80	176	297	2,329	6,985	16,682
yoy %		-119%	69%	685%	200%	139%
GP Margin %	65%	56%	41%	27%	28%	29%
Other income			2	10	19	15
Selling and distribution expenses	(101)	(387)	(391)	(586)	(774)	(1,107)
Administrative expenses	(66)	(134)	(505)	(733)	(975)	(1,433)
Research and development expenses	(529)	(2,195)	(3,180)	(6,234)	(11,532)	(16,630)
Operating profit	(626)	(2,538)	(3,787)	(5,190)	(5,855)	(2,283)
Adj. operating profit - non-IFRS	(620)	(2,515)	(3,228)	(4,492)	(5,017)	(1,320)
yoy %	-535%	-305%	-28%	-39%	-12%	74%
OP Margin %	-498%	-805%	-446%	-52%	-20%	-49%
(Loss)/Profit before tax	(788)	(2,958)	(4,718)	(5,229)	(5,893)	(2,322)
Income tax expense	-	-	-	-	-	-
Net profit/(loss)	(788)	(2,958)	(4,718)	(5,229)	(5,893)	(2,322)
Adj. net profit/(loss) - non-IFRS	(621)	(2,466)	(3,182)	(4,531)	(5,056)	(1,359)
yoy %	-537%	-297%	-29%	-42%	-12%	73%
NP Margin %	-499%	-789%	-439%	-53%	-21%	-2%

公司数据，高盛全球投资研究

第50项证据：Z. AI：我们的估值牛/熊/基准情景

Scenarios for valuation	Bear case	Base case	Bull case
	2027E EV/Sales-based	DCF-based	DCF-based, mid-2028E ARR-implied
Z.AI	Applying 6X EV/Sales multiple to 27E open API platform revenue. Bear case valuation implies Zhipu's revenue pool share declines from 18% to 15% from 2027 to 2030E on higher competition.	Assuming Zhipu's revenue pool share to expand from 18% in 2027 to 21% by 2030E, and 26% EBIT margin (by 2035E). Applying 12% WACC and 2% terminal growth rate (consistent with our coverage).	Bull case valuation assumes Zhipu's revenue pool share to expand from 18% in 2027 to 32% by 2030E. Implies 28X mid-2028E ARR, discounting back using 12% p.a.
Valuation per share (HK\$)	835	1610	3266
Valuation (US\$bn)	50	95	195

公司数据，高盛全球投资研究

极小极大算法

我们凭借向高速增长API业务的有利产品组合转变，将2026-28E收入提高22-64%，并将净利润预测微调-3%至+1%，以反映更高的研发和其他运营支出。

我们12个月的目标价从HK\$860上调至HK\$800（此前隐含的估值约为US\$38亿），这主要得益于近期融资完成后股东总数的增加，部分被API收入预测上调所抵消。我们同时更新了看涨情景下的隐含估值至HK\$1392（此前为HK\$1350）和看跌情景下的隐含估值至HK\$220（此前为HK\$250），具体假设见第53页附录。

主要风险：在全球基础模型行业竞争中，模型表现低于预期；实现盈利可见性所需时间慢于预期；

预期外的商业化能力较弱；知识产权/内容创作相关的风险；现金流/自筹资金能力；中美科技竞争加剧下的地缘政治相关风险。

图51: MiniMax: 新估计与旧估计

	New	Old	Diff (%)	New	Old	Diff (%)	New	Old	Diff (%)
December year-end (US\$ mn)	2026E	2026E		2027E	2027E		2028E	2028E	
AI-native products	171	149	14%	429	558	-23%	889	1,622	-46%
yoy %	222%	182%		151%	273%		102%	191%	
Open API platform and other AI-based enterprise services	322	151	114%	842	322	162%	2,136	848	152%
yoy %	1140%	480%		161%	114%		154%	163%	
Revenue	493	300	64%	1,271	880	44%	3,005	2,470	22%
yoy %	524%	280%		158%	193%		136%	181%	
Cost of sales	(344)	(222)	55%	(928)	(666)	39%	(1,964)	(1,625)	21%
Gross (loss)/profit	149	78	91%	343	214	60%	1,041	845	23%
yoy %	644%	289%		129%	174%		204%	295%	
Selling and distribution expenses	(88)	(75)	-17%	(203)	(180)	-13%	(391)	(400)	2%
Administrative expenses	(66)	(60)	-11%	(96)	(80)	-21%	(180)	(130)	-38%
Research and development expenses	(531)	(468)	-14%	(674)	(549)	-23%	(947)	(792)	-20%
Operating profit	(536)	(524)	-2%	(630)	(595)	-6%	(477)	(477)	0%
Adj. operating profit - non-IFRS	(467)	(455)	-3%	(558)	(523)	-7%	(401)	(401)	0%
yoy %	-57%	-53%		-19%	-15%		28%	23%	
(Loss)/Profit before tax	(505)	(493)	-2%	(559)	(546)	-2%	(423)	(428)	1%
Income tax expense	-	-		-	-		-	-	
Net profit/(loss)	(505)	(493)	-2%	(559)	(546)	-2%	(423)	(428)	1%
Adj. net profit/(loss) - non-IFRS	(436)	(425)	-3%	(487)	(473)	-3%	(347)	(352)	1%
yoy %	-74%	-69%		-12%	-12%		29%	26%	
GPM	30%	26%	424bps	27%	24%	267bps	35%	34%	44bps
Adj. OPM	-95%	-152%	5707bps	-44%	-59%	1550bps	-13%	-16%	291bps
Adj. NPM	-88%	-141%	5308bps	-38%	-54%	1548bps	-12%	-14%	270bps

高盛全球投资研究

第52项证据: MiniMax: 损益摘要

December year-end (US\$ mn)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
AI-native products	1	22	53	171	429	869
yoy %		2777%	143%	222%	151%	102%
Open API platform	3	9	26	322	842	2,136
yoy %		223%	198%	1140%	161%	154%
Revenue	3	31	79	493	1,271	3,005
yoy %		782%	159%	524%	158%	136%
Cost of sales	(4)	(27)	(59)	(344)	(928)	(1,964)
Amongst which: Inference cost	(4)	(26)	(55)	(264)	(596)	(1,105)
Gross (loss)/profit	(1)	4	20	149	343	1,041
yoy % Buy		538%	437%	644%	129%	204%
GP Margin %	-25%	12%	25%	30%	27%	35%
Selling and distribution expenses	(23)	(87)	(52)	(88)	(203)	(391)
Administrative expenses	(8)	(14)	(37)	(66)	(96)	(180)
Research and development expenses	(70)	(189)	(253)	(531)	(674)	(947)
Amongst which: Training cost	(47)	(141)	(180)	(360)	(400)	(545)
Operating profit	(101)	(287)	(321)	(536)	(630)	(477)
Adj. operating profit - non-IFRS	(98)	(280)	(297)	(467)	(558)	(401)
yoy %	-637%	-186%	-6%	-57%	-19%	28%
OP Margin %	-2831%	-917%	-376%	-95%	-44%	-46%
(Loss)/Profit before tax	(269)	(465)	(1,872)	(505)	(559)	(423)
Income tax expense	-	-	-	-	-	-
Net profit/(loss)	(269)	(465)	(1,872)	(505)	(559)	(423)
Adj. net profit/(loss) - non-IFRS	(89)	(244)	(251)	(436)	(487)	(347)
yoy %	-633%	-174%	-3%	-74%	-12%	29%
NP Margin %	-2574%	-800%	-317%	-88%	-38%	-12%
GPM	-25%	12%	25%	30%	27%	35%
Adj. OPM	-2831%	-917%	-376%	-95%	-44%	-46%
Adj. NPM	-2574%	-800%	-317%	-88%	-38%	-12%

公司数据, 高盛全球投资研究

第53号证据: MiniMax: 我们的熊市、基准和牛市情景估值及假设

Scenarios for valuation	Bear case 2027E EV/Sales-based	Base case DCF-based	Bull case DCF-based, mid-2028E ARR-implied
MiniMax	Applying 6X EV/Sales multiple to 27E revenue of US\$1.3bn. Bear case valuation implies MiniMax's revenue pool share to gradually decline over 2027E-2030E	Assuming MiniMax's revenue pool share to expand 0.4-0.9 ppts p.a. from 2027 to 2030E, reach market share of 8% in 2030E, and 18% EBIT margin (by 2035E). Applying 12% WACC and 2% terminal growth rate (consistent with our coverage).	Bull case valuation assumes MiniMax's revenue pool share to expand 6ppts p.a. from 2027 to 2030E, reaching a total market share of 24% by 2030E. Implies 25X mid-2028E ARR, discounting back using 12% p.a.
Valuation per share (HK\$)	220	800	1392
Valuation (US\$bn)	10	38	66

高盛全球投资研究

迅思科技（NC）网络设备冗余（NDR）高亮

我们于7月23日接待了深圳迅思科技（3317. HK，未覆盖）的投资者关系团队。主要收获包括：

1) 作为AI价值链中的数据层进行战略定位：公司专注于将企业侧的私有数据、工作流程和行业专长转化为标准化的数据，这些数据可直接输入基础模型以实现高效处理。不同于基础模型供应商（其训练数据主要源自公共互联网），迅策（Xunce）生产面向特定企业应用场景的垂直领域代币。相较于传统ERP供应商，该公司旨在整合跨部门和系统的碎片化数据。同时，公司近期与国内GPU供应商合作，帮助客户构建和优化内部AI基础设施，双方共同的目标是提升企业组织专有数据的能力，同时提高AI驱动分析和决策的效率。

2) 代币业务模式增长势头强劲：管理层强调自第一季度以来，基于代币的定价模式日益普及，代币收入占2026年上半年收入的10%以上，预计全年将达到20-30%。公司认为，每100万代币10-100美元的溢价定价以及800万人民币的ARPU（高于2025年公司层面的550万人民币ARPU）归因于垂直代币更高的有效性，与输入基础模型的原生数据相比，垂直代币有助于减少代币消耗和幻觉。管理层还指出其产品的即插即用特性，允许企业通过A/B测试直接评估性能提升，使投资回报率（ROI）更易衡量和更具说服力。

3) 持续拓展新领域：公司目前已进入11个行业，并继续扩大行业覆盖范围（2026财年涵盖汽车和低空经济领域），利用其专有数据处理能力和可复用业务模块。管理层指出，进入新行业通常需要1-3年的前期投入用于数据连接、行业知识积累和业务流程构建，在规模扩大前，毛利率最初为40-50%，随着行业特定模块成熟并能在客户间复用，毛利率将向70-80%提升。

4) 资本配置计划：公司计划加速在三个优先事项上的投资：进一步发展Token OS基础设施和技术，加速垂直行业扩张和海外市场渗透。管理层认为其当前的现金状况足以支持近期运营，在实现盈利之前无需额外资金。

5) 竞争格局与利润率预期：管理层将企业数据治理视为AI技术栈中的一项差异化层级，认为其需要长期资本、人才和工程投资，并相信基础模型参与者不太可能仅凭模型性能提升就实现突破，因为商业化仍是关键重点。随着高利润率代币收入的持续扩张（预计成熟阶段时毛利率可达90-95%），公司预期毛利率将呈现结构性改善的轨迹。

热门应用：一瞥六月使用时长趋势

总体而言，2026年6月前400款移动应用的总使用时长同比增长+9%（对比2025年6月的+5%），其中微信使用时长增长+2%（同比），抖音应用持续强劲的参与度表现（主应用同比增长+27%，轻应用同比增长+30%）。我们还注意到字节跳动通过短视频应用（抖音/红果）和AIGC应用（多巴）在总使用时长上持续提升市场份额（在头部应用中占比达33%，较两年前提升+6%）。具体到细分领域：

国内 AIGC 应用参与度 (+) 增长，环比 (+2%)，主要受 Qwen（环比+16%）和智谱清言（环比+11%）的推动。面向消费者的 AI 聊天机器人继续主要提供免费使用服务，其在中国市场的变现路径仍在探索中。与此同时，利用/代理类应用持续保持强劲的流量增长势头，值得注意的是腾讯的 WorkBuddy（过去 6 周周环比（WoW）增长率均达 20% 以上）。

n (+/-) 电子商务参与度：在顶尖平台中，京东在高基数上，年同比使用时长下降-7%；淘宝使用时长持平；拼多多使用时长增长+6%。

根据SensorTower数据，Temu的全球月活跃用户数（MAU）在6月环比下降3%，至4.74亿，这可能与以下因素有关：1）由于最低限额免税政策被正式取消，东南亚地区（6月环比下降16%）和欧洲地区（6月环比下降4~5%）的营销预算减少；2）美国地区（6月环比下降6%，占全球MAU的16%）在最低限额免税政策无限期暂停以及7月新宣布的更严格的清关要求之前已下降。不过，我们认为拼多多首品牌（“新品目”）未来三年的投资周期（目标是重建拼多多）将成为Temu+拼多多的多年增长动力。

社交参与度：微信使用时长同比增加+2%，而微博/QQ的使用时长同比减少-3%/-4%。视频参与度：抖音参与度持续强劲增长（主应用同比+27% / 轻应用同比+30%），但被快手用户参与度持续疲软所抵消（主应用同比-14% / 快手极速版同比-6%）。哔哩哔哩健康增长同比+7%，而长视频应用持续减速，爱奇艺同比-11%。

n (+) 游戏参与度：王者荣耀（HoK）时长同比增速在6月加速至+19%；三角洲特种部队（Delta Force）参与度同比保持强劲势头，增长+94%；和平游戏（Game for Peace）时长同比在6月下降-5%（对比5月同比+1%）。

本地服务使用情况：滴滴使用时长同比增速重新加速至+24%（5月为+10%），而美团使用率同比下降-8%（5月为-6%），高德使用率同比下降-2%（5月为-3%）。我们还注意到抖音省省（抖音省钱）——字节跳动旗下的本地服务折扣/优惠券应用——对大众点评的持续冲击，大众点评使用时长同比6月下降-5%（自3月起持续负增长），抖音省MAU在7月当月已超过2000万（占大众点评的60%），参见附表12。然而，抖音省MAU月环比增速的放缓（参见附表13）可能表明其将在下半年趋于正常化，尤其考虑到其激进的补贴水平。

其他互联网细分领域：

o (+) 教育：尽管是淡季月份，抖音学习的日活跃用户数（DAU）仍实现同比增长161%，达到340万，时间为2026年6月。在海外市场，高途（Gauth）保持其全球领先地位，月度收入同比增长8%，约为70万美元。而TAL佩优（TAL Peiyou）6月份的月活跃用户数（MAU）同比增长13%，相比之下，学而思网校（Xueersi.com）和EDU分别下降了7%和6%。

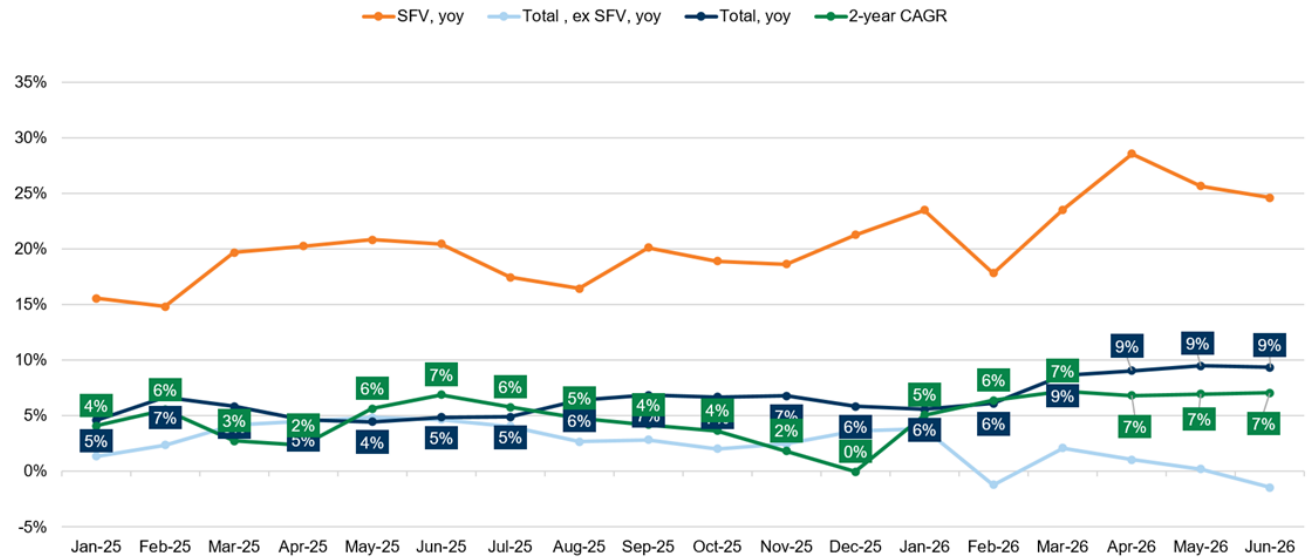
招聘方面：智聘（Boss Zhipin）在2026年6月实现了同比增长（YoY）9%的月活跃用户数（MAU）增长，以及同比增长7%的时长增长（vs. 2026年5月MAU/时长同比增长分别为10%/14%），增速快于2026年6月主要在线招聘平台的同比增长7%/持平。智聘在中国大陆的时长份额保持领先地位，为67%（vs. 66%），在2026年6月。在香港市场，OfferToday（智聘香港App）在App日活跃用户数（DAU）、MAU和下载量方面巩固了其香港招聘平台第一的位置，DAU达到约17k，同比增长71%（vs. 5月同比增长188%），MAU达到约287k，同比增长145%（vs. 5月同比增长202%）。

(-) 房地产：贝壳旗下三大APP使用时长同比降7%，环比降6%，数据来自2026年6月（2026年5月同比增1%，环比降1%）。就日活跃用户数而言，贝壳找房APP日活跃用户数同比降11%，环比降2%，数据来自2026年6月（2026年5月同比降6%，环比降2%）。

o (+) 车辆后市场服务：途虎 App MAU 同比增长 +11%，环比增长 +2%，至 2026 年 6 月的 1690 万（对比 2026 年 5 月的同比增长 +8%，环比增长 +1%）。在商户端，途虎商户 App MAU 同比增长 +3%，环比下降 -2%，至 2026 年 6 月的 8.51 万（对比 2026 年 5 月的同比增长 +3%，环比下降 -1%），DAU/MAU 比率为 77%，DAU 日均使用时长同比增长 +1%。

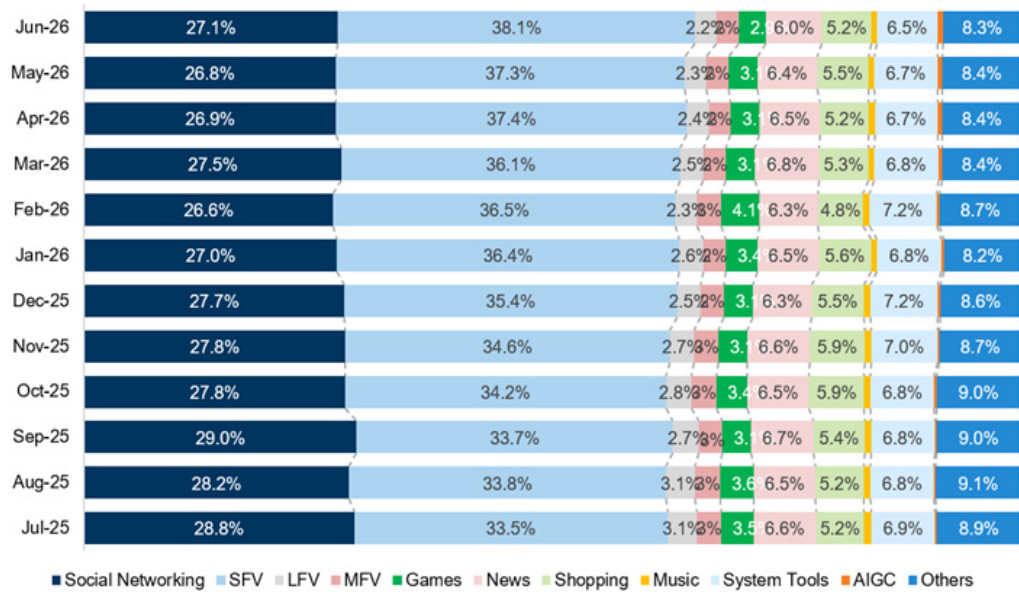
中国互联网产业

第54号证据：累计用时增长率继续同比上升9%至6月



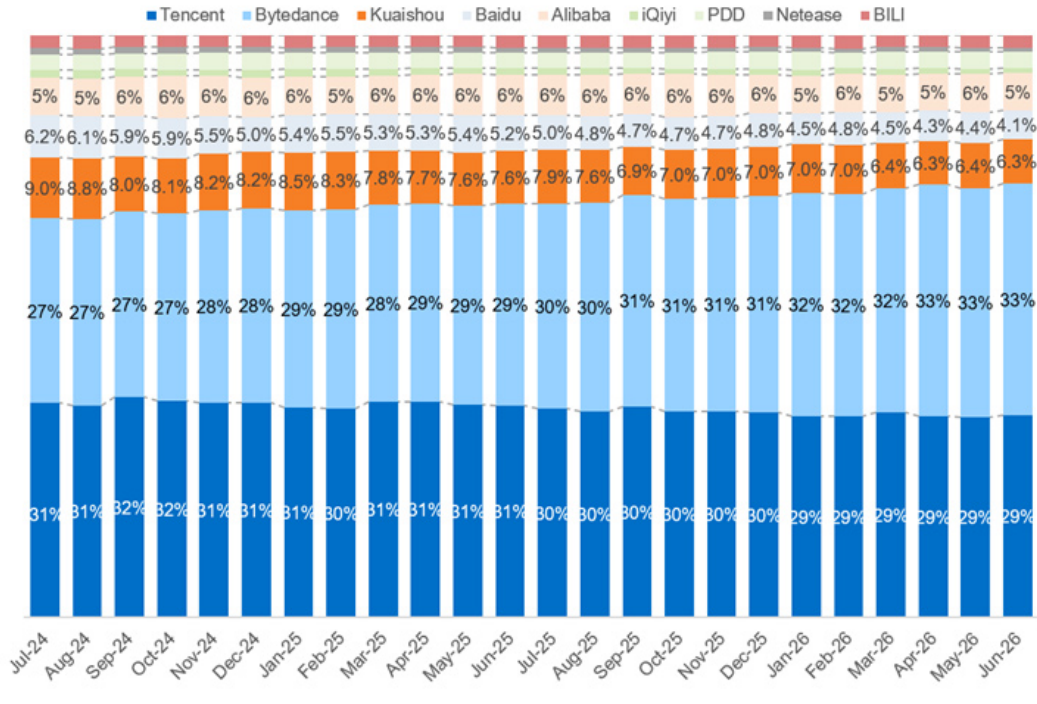
源：QuestMobile

图55：中国互联网：前400个应用按垂直领域划分的使用时长占比



源：QuestMobile

图56：中国互联网：前400个应用按公司划分的使用时长占比%



源：QuestMobile

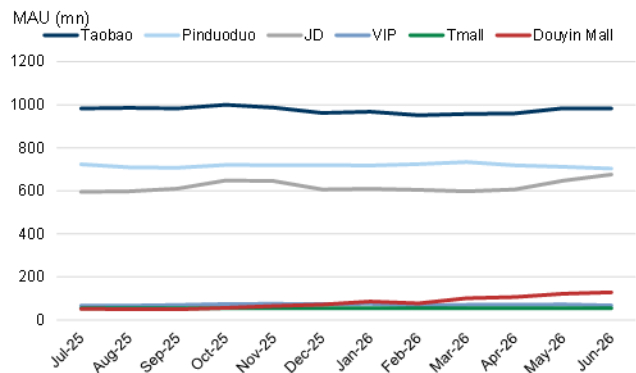
中国的在线交易平台和娱乐产业

第57项证据：中国互联网：按垂直领域（电子商务、本地服务、社交、视频和游戏）排名前十大应用的时间使用率同比增长百分比

E-commerce	Timespent % yoy	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jun vs. May %yoy chg
Taobao	淘宝	-5%	3%	11%	17%	14%	11%	12%	9%	22%	-3%	8%	11%	7%	0%	-7%
Pinduoduo	拼多多	8%	9%	5%	2%	4%	6%	6%	5%	20%	2%	11%	13%	13%	6%	-7%
JD	京东	87%	63%	76%	61%	46%	38%	39%	38%	36%	33%	27%	8%	-10%	-7%	3%
VIP	唯品会	0%	2%	0%	1%	2%	-2%	-3%	-13%	5%	5%	-10%	-12%	-9%	-12%	-3%
Tmall	天猫	10%	7%	14%	9%	2%	-3%	-7%	-6%	0%	-24%	-21%	-21%	-20%	-22%	-2%
Douyin Mall	抖音商城	2800%	846%	401%	256%	190%	156%	149%	147%	180%	99%	121%	122%	114%	124%	10%
Local Service	Timespent % yoy	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jun vs. May %yoy chg
Amap	高德地图	32%	26%	31%	32%	27%	32%	30%	19%	-4%	30%	9%	4%	-3%	-2%	1%
Meituan	美团	16%	15%	21%	10%	7%	9%	7%	-1%	2%	-4%	-4%	-3%	-6%	-8%	-1%
DiDi Chuxing	滴滴出行	44%	36%	35%	36%	29%	42%	41%	39%	29%	36%	30%	19%	10%	24%	13%
Dianping	大众点评	22%	14%	17%	19%	9%	11%	8%	5%	-4%	14%	-8%	-1%	-6%	-5%	0%
Social	Timespent % yoy	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jun vs. May %yoy chg
WeChat	微信	6%	7%	6%	5%	4%	4%	4%	5%	7%	0%	4%	2%	2%	2%	0%
Xiaohongshu	小红书	44%	35%	32%	24%	19%	18%	17%	16%	10%	9%	4%	0%	-1%	3%	-4%
Weibo	微博	-3%	-6%	-3%	-7%	-3%	0%	4%	5%	-1%	5%	12%	0%	-3%	-3%	-1%
QQ	QQ	-25%	-27%	-29%	-28%	-22%	-21%	-20%	-17%	-20%	-16%	-11%	-9%	-3%	-4%	-1%
Video	Timespent % yoy	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jun vs. May %yoy chg
Douyin	抖音	23%	22%	19%	19%	24%	21%	19%	7%	21%	-11%	24%	25%	28%	27%	-1%
Kuaishou	快手	-1%	-1%	-4%	-6%	-7%	-7%	-8%	-7%	-7%	-11%	-11%	-12%	-11%	-14%	-3%
Kuaishou Express	快手极速版	2%	-1%	-7%	-10%	-7%	-7%	-8%	-7%	-11%	-14%	-10%	-8%	-6%	-6%	0%
Douyin Lite	抖音极速版	19%	22%	22%	21%	23%	25%	26%	36%	42%	32%	37%	36%	37%	30%	-7%
iQIYI	爱奇艺	-20%	-8%	-6%	-15%	-18%	-15%	7%	-15%	-10%	-27%	-3%	-12%	-6%	-11%	-5%
Bilibili	哔哩哔哩	5%	6%	4%	5%	11%	12%	11%	10%	8%	15%	11%	10%	10%	7%	-3%
Game	Timespent % yoy	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jun vs. May %yoy chg
Honour of Kings	王者荣耀	-6%	-14%	-3%	2%	-6%	11%	5%	-12%	-8%	15%	0%	8%	13%	19%	6%
Delta Force	三角洲行动					2251%	301%	370%	312%	265%	411%	258%	199%	141%	94%	-47%
Game for Peace	和平精英	29%	9%	-11%	-10%	-13%	-5%	-2%	17%	-10%	19%	-2%	-2%	1%	-5%	-8%

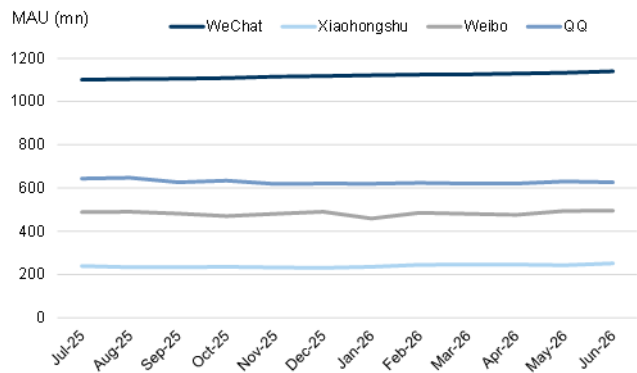
源：QuestMobile

附件58：中国电子商务：主要应用程序月活跃用户数趋势（MAU）



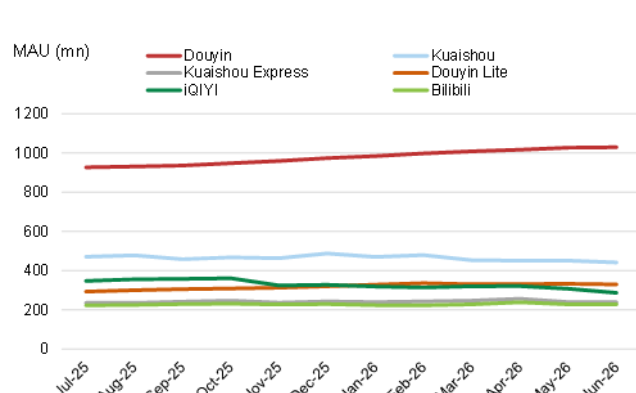
源：QuestMobile

附件59：中国在线社交：主要应用月活跃用户数趋势（MAU）



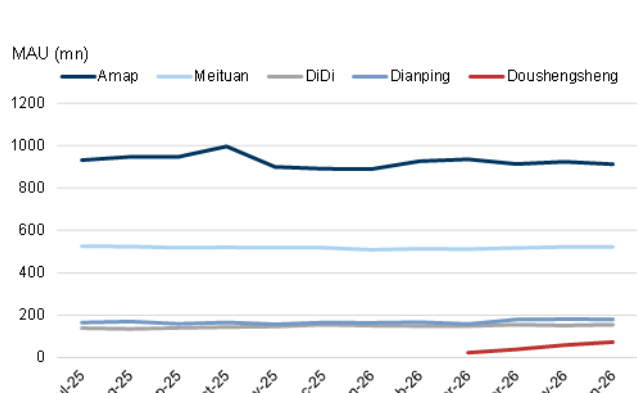
源：QuestMobile

附件60：中国在线视频：主要应用月活跃用户数趋势（MAU），抖音+抖音轻应用持续强劲增长势头



源：QuestMobile

图61：中国在线本地服务：主要应用月活跃用户数趋势（百万），抖生盛于3月入榜



源：QuestMobile

Temu运营数据

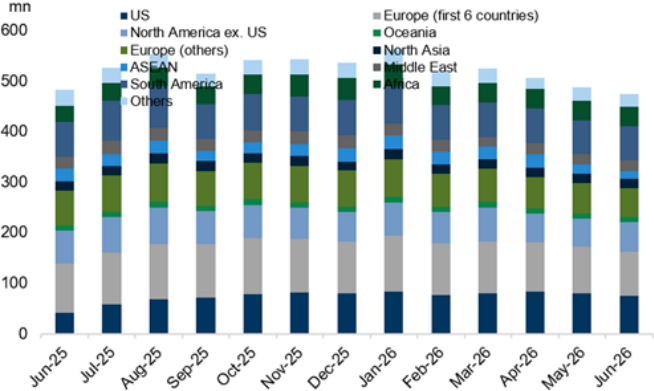
图62： Temu应用按地区计的月活跃用户数

Temu app by region													
mom% growth	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	
US	42%	18%	3%	10%	4%	-2%	5%	-8%	3%	4%	-4%	-6%	-6%
Europe (first 6 countries)	5%	8%	-3%	4%	-5%	-3%	8%	-8%	1%	-5%	-6%	-5%	-5%
North America ex. US	7%	1%	-9%	1%	-6%	-6%	13%	-6%	9%	-15%	-2%	-5%	-5%
Oceania	7%	3%	-6%	4%	1%	4%	-1%	-7%	1%	4%	-9%	-5%	-5%
Europe (others)	6%	6%	-11%	6%	0%	0%	4%	-11%	-1%	-6%	-3%	-4%	-4%
North Asia	-3%	6%	1%	-2%	1%	-18%	17%	-3%	1%	-1%	-1%	-6%	-6%
ASEAN	-8%	3%	-11%	1%	10%	13%	-2%	-7%	2%	4%	-30%	-16%	-16%
Middle East	9%	2%	-12%	2%	3%	1%	2%	-5%	-20%	13%	-4%	10%	10%
South America	18%	3%	-17%	3%	-1%	1%	4%	-8%	1%	1%	-2%	-1%	-1%

as % of total MAU	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	
US	11%	13%	14%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	16%	17%	16%	16%
Europe (first 6 countries)	19%	20%	21%	21%	20%	20%	20%	20%	20%	19%	19%	19%	19%
North America ex. US	14%	13%	13%	12%	12%	11%	12%	12%	13%	11%	12%	12%	12%
Oceania	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Europe (others)	14%	14%	13%	14%	14%	14%	13%	13%	13%	12%	13%	12%	12%
North Asia	4%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
ASEAN	5%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	3%
Middle East	5%	5%	4%	4%	4%	5%	4%	5%	4%	4%	4%	4%	5%
South America	15%	15%	14%	13%	13%	14%	13%	13%	13%	14%	14%	14%	14%
Africa	7%	6%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	7%	8%	8%	8%	8%
South Asia	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Central Asia	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

传感器塔

附件63： Temu全球月活跃用户数于2026年6月达到4. 74亿（环比下降3%）



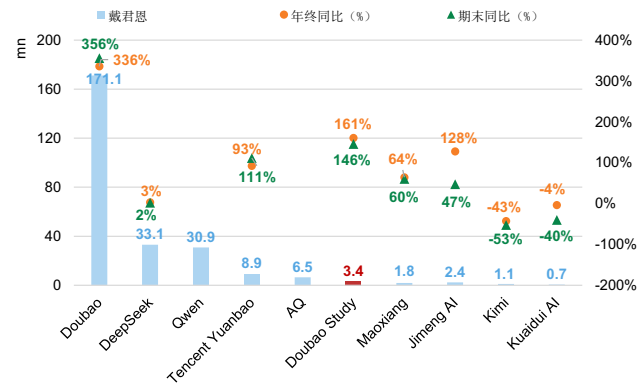
前六个欧洲国家包括法国、德国、意大利、荷兰、西班牙和英国（于2023年4月启动）。

传感器塔

其他互联网垂直领域：教育、招聘、房地产、汽车

附件64：抖音学习版DAU同比增速截至6月底加速至+161%，并持续在中国DAU规模最大的原生AI应用中位列第六。

截至2026年6月底主要AI应用日活跃用户数

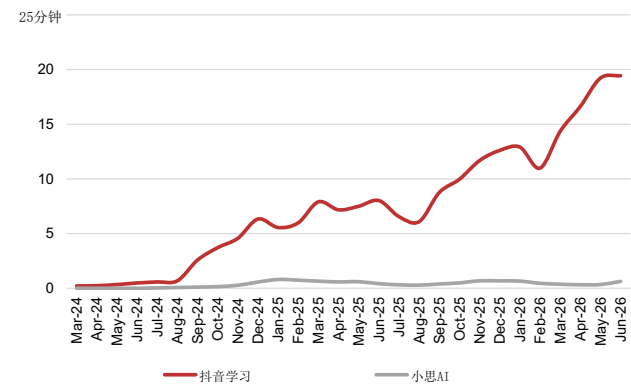


Qwen：5月底/6月底同比增速为78倍/94倍

来源：Questmobile，数据由高盛全球投资研究部门整理

第66号证据：TAL的小狮AI月活跃用户数同比增长50%，达到约60万，而豆包学习的月活跃用户数同比增长142%，达到约1940万，时间为2026年6月。

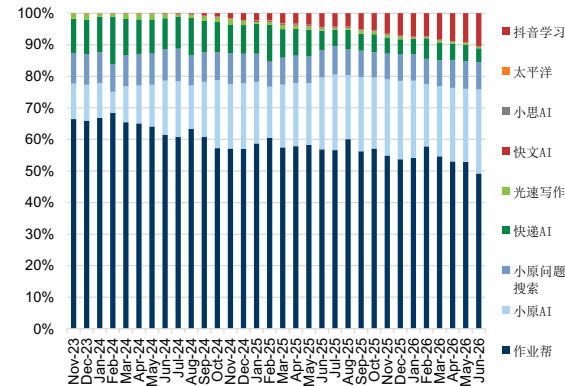
抖音用户月活量与晓视AI



来源：Questmobile，数据由高盛全球投资研究部门整理

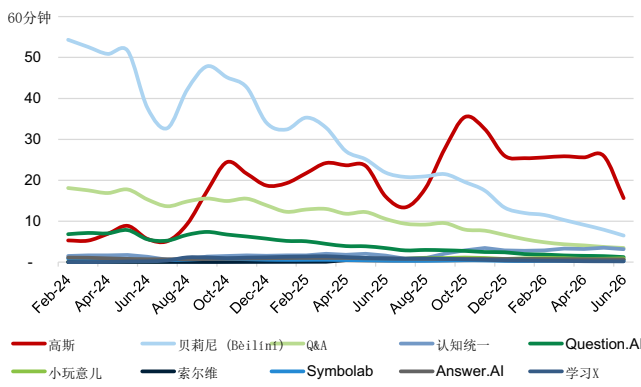
附件65：多宝学习继续扩大其在主要K-12学习工具/学习伴侣应用中的市场份额。

主要K-12学习工具/学习伴侣应用间花费的时间分享



来源：Questmobile，数据由高盛全球投资研究部门整理

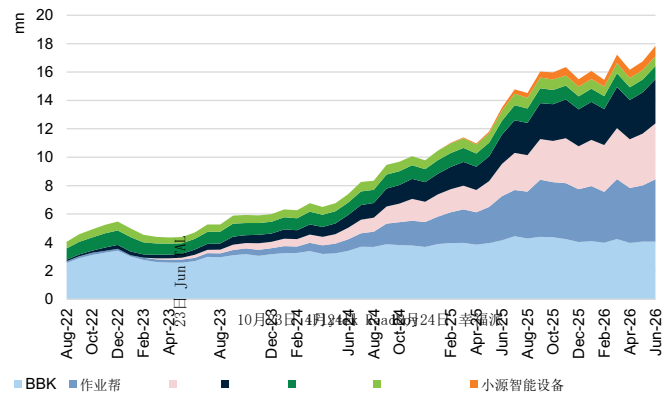
第67项证据：在月活跃用户数（MAUs）方面，高德的表现优于全球AI原生教育领域的同行，具体指AI教育应用（mn）的月活跃用户数。



来源：Sensor Tower，数据由高盛全球投资研究部门整理

第68号证据：TAL和作业帮学习平板的活跃用户数量同比增长73%（6月，对比5月的同比增长100%），环比增长41%

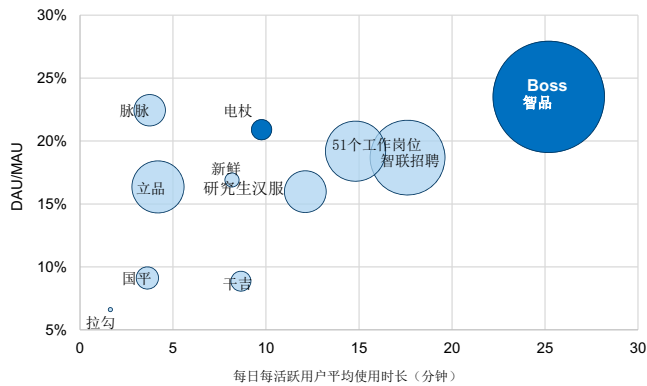
智能教育设备应用月活跃用户数（mn）



来源：Questmobile，数据由高盛全球投资研究部门整理

在线招聘

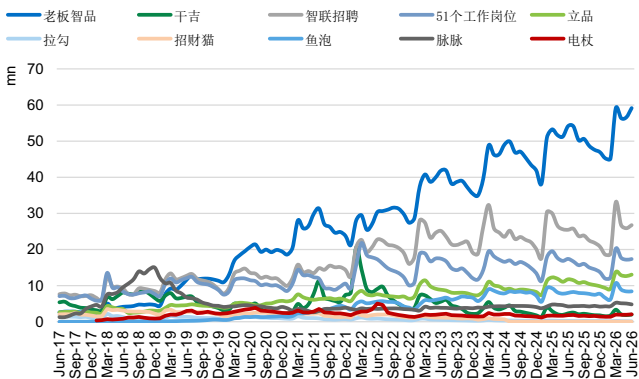
附件69：作为中国最大的在线招聘平台，Boss直聘在用户参与度方面持续引领行业，包括日活跃用户数/月活跃用户数以及每日活跃用户平均使用时长（2026年6月）



源：QuestMobile

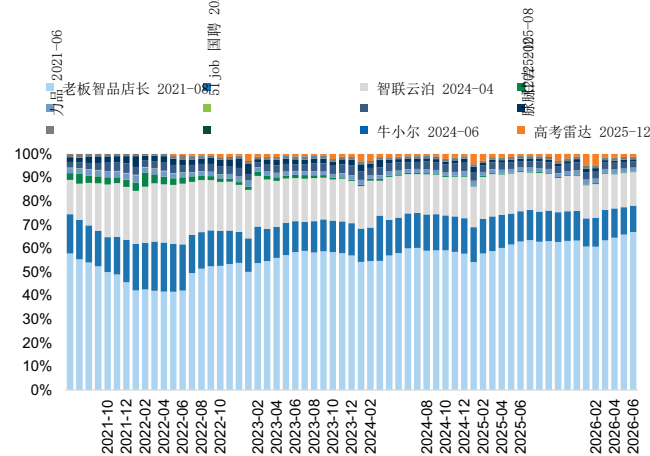
附件70：Boss直聘仍然是按月活跃用户数（MAU）计算的中国最大的在线招聘平台之一，其在2026年6月的MAU注册为5920万，同比增长9%。

主要招聘平台的月活跃用户数（mn）



源：QuestMobile

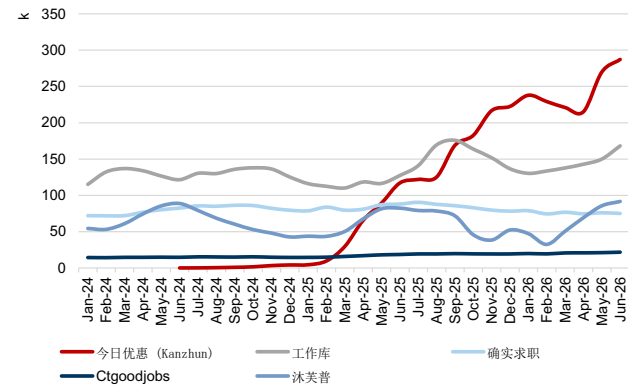
附件71：……并声称在中国主要招聘平台中，其占据了67%的时间花费份额（预计2026年6月）



源：QuestMobile

附件73：OfferToday继续在月活跃用户数（MAU）方面保持领先，2026年6月注册约28.7万MAU，同比增长145%。

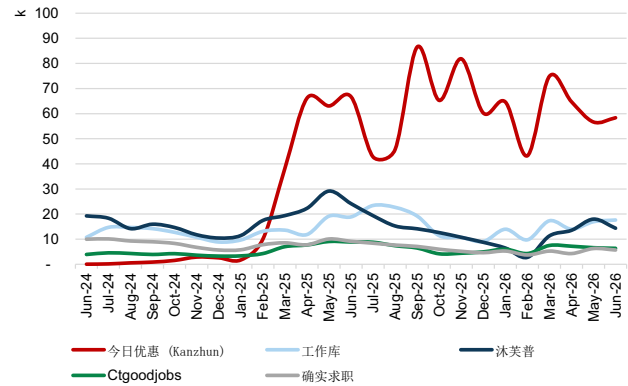
主要香港招聘平台的月活跃用户数



传感器塔楼

房地产经纪/软件

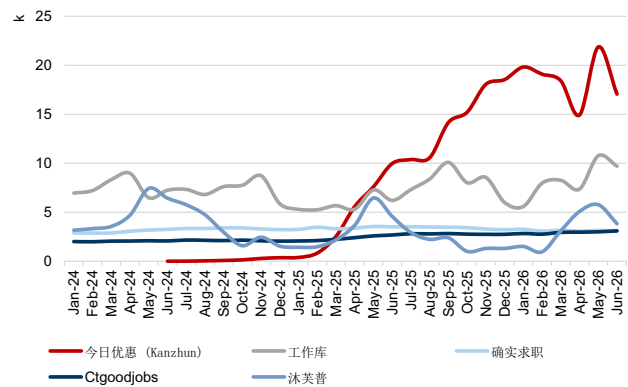
第72项证据：今日，作为Boss直聘的香港平台，其在香港的应用下载量显著优于同行（2026年6月与排名第二的JobsDB相比，高出3.3倍）主要香港招聘平台的应用下载量



传感器塔楼

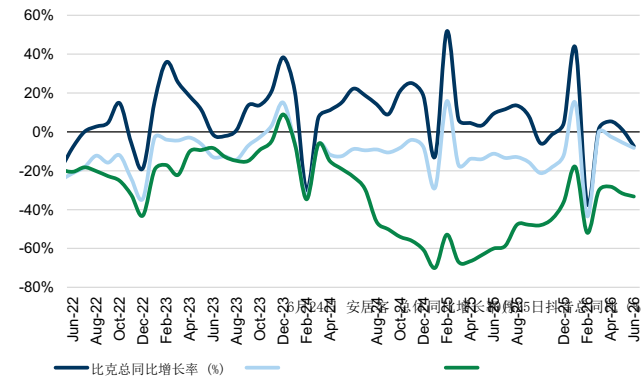
附件74：OfferToday目前仍是DAU领先者，2026年6月注册约17k DAU，同比增长71%

主要香港招聘平台的日活跃用户数



传感器塔楼

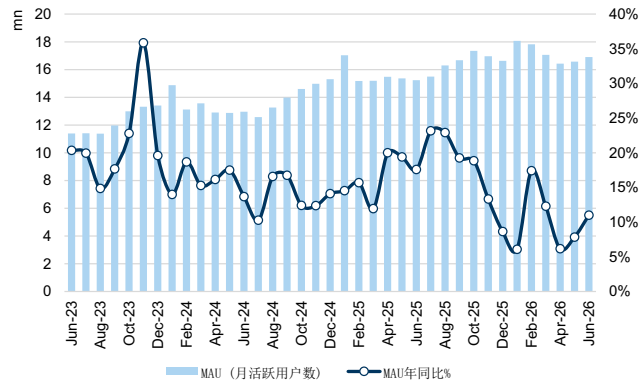
附件75：2026年6月，百度三大主要应用的使用时间同比下降-7% / 环比下降-6%（对比2026年5月的同比增长+1% / 环比下降-1%） 使用时间同比变化



请提供需要翻译的英文文本。

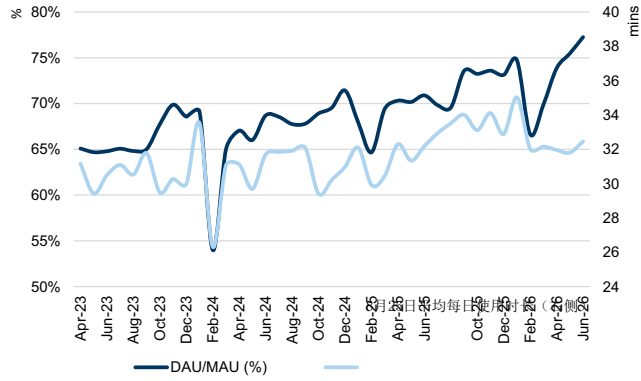
汽车售后服务中心

附件77：途虎APP月活跃用户数同比增长11%，环比增长2%，达到1690万（2026年6月数据）（对比2026年5月同比增长8%，环比增长1%）



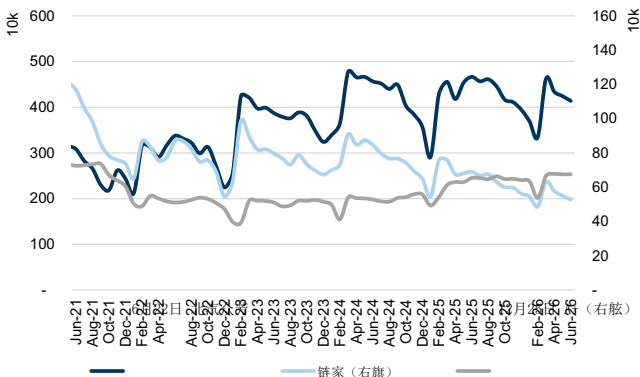
请提供需要翻译的英文文本。

第七十九条：兔虎电商平台的DAU/MAU比率同比增长6个百分点至77%，而DAU日均使用时长同比增长1%至32.5分钟（2026年6月数据）。



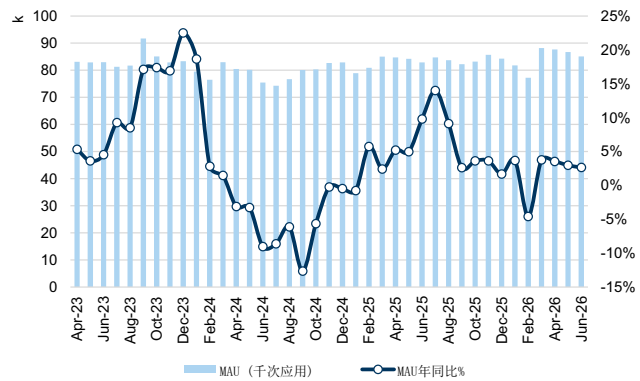
请提供需要翻译的英文文本。

第七十六条：倍客招方DAU在2026年6月同比下降11%，环比下降2%，而A+ DAU在2026年6月同比增长3%或环比持平。平均DAU（10k）



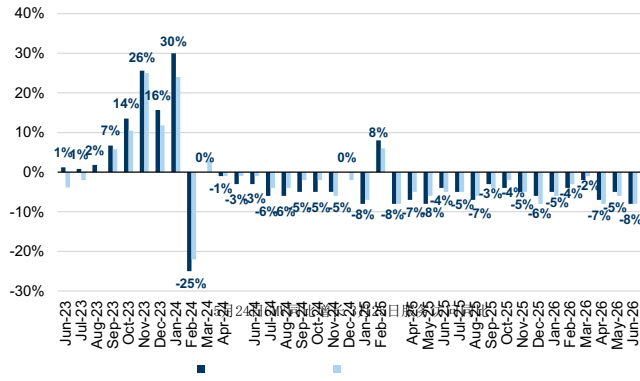
请提供需要翻译的英文文本。

附件78：途虎商家App月活跃用户数同比增长+3%或环比下降-2%，至85.1万（对比2026年5月同比增长+3%/-1%）



请提供需要翻译的英文文本。

附件80：对于由F6服务的汽车后市场商店，2026年6月GMV（商品交易总额）同比下滑8%，环比下滑3%，而服务访问量同比下滑8%，环比下滑3%。



F6数据

目标价位风险与方法论 - MiniMax集团

我们被MiniMax评为买入评级，目标价为800港元。我们的估值基于DCF估值法，WACC为12%，终值增长率为2%。

主要风险：全球基础模型行业竞争中，模型表现低于预期；盈利可见性实现路径低于预期；商业化能力低于预期；知识产权/内容生成相关风险；现金流/自筹资金能力风险；中美科技竞争加剧背景下地缘政治相关风险。

目标价位风险与方法论 - Z. AI

我们在Z. AI上的评级为中性，12个月目标价为港币1,610元。我们的估值基于DCF估值法，加权平均资本成本（WACC）为12%，终值增长率为2%（与我们的覆盖范围一致）。

主要风险：（+）模型智能超出预期，（+）盈利可见性实现路径快于预期，（+）额外非推理收入来源，（+）商业化能力强于预期，（-）全球基础模型行业竞争，（-）由于研发费用高，近期盈利可见性有限，（-）现金消耗/自筹能力，（-）中美科技竞争加剧下的地缘政治风险。

披露附录

监管AC

我们，Ronald Keung (CFA)、Lincoln Kong (CFA)、Timothy Zhao、Steve Qiu、Eunice Liu、周露晴、谢达米安和萧艾瑞，特此证明本报告中所表达的所有观点均准确反映了我们个人对所涉公司或公司的看法及其证券。我们亦证明，我们的任何薪酬部分从未、现在或将来与报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关。

除非另有说明，本报告封面上列出的个人均为高盛全球投资研究部的分析师。

贡献作者：黄仁强，CFA，高盛（亚洲）有限责任公司，孔令明，CFA，高盛（亚洲）有限责任公司，赵天明，高盛（亚洲）有限责任公司，邱伟，高盛（亚洲）有限责任公司，刘韵诗，高盛（亚洲）有限责任公司，周路晴，高盛（亚洲）有限责任公司，谢丹尼尔，高盛（亚洲）有限责任公司，肖艾瑞斯，高盛（亚洲）有限责任公司。

除非另有说明，本报告中“贡献者”披露名单中列出的人员均为高盛全球投资研究部的研究员。

GS因子特征

高盛因子分析报告通过将股票的关键属性与市场（即我们的评级股票池）及其行业同行进行比较，为该股票提供投资背景。所描绘的四个关键属性是：增长、财务回报、估值倍数（例如估值）以及综合（增长、财务回报和估值倍数的综合）。增长、财务回报和估值倍数是通过使用每只股票特定指标的标准化排名来计算的。然后将这些指标的标准化排名进行平均，并转换为相关属性的百分位数。每个指标的确切计算方法可能因财政年度、行业和地区而异，但标准方法如下：

增长基于股票的前瞻性销售增长、EBITDA增长和EPS增长（对于金融股票，仅EPS和销售增长），更高的百分位数表示增长更高的公司。 财务回报基于股票的前瞻性ROE、ROCE和CROCI（对于金融股票，仅ROE），更高的百分位数表示财务回报更高的公司。市盈率基于股票的前瞻性P/E、P/B、价格/股息（P/D）、EV/EBITDA、EV/FCF和EV/债务调整现金流（DAFC）（对于金融股票，仅P/E、P/B和P/D），更高的百分位数表示交易市盈率更高的股票。综合百分位数计算为增长百分位数、财务回报百分位数和（100% - 市盈率百分位数）的平均值。

财务回报与多用途，采用高盛分析师对未来至少三个财季末的预测。增长则使用未来至少七个财季的财年输入数据，相比之下，至少三个财季后的年份（所有指标均按每股计算）。

如需了解我们如何计算GS因子概况的更详细说明，请联系您的GS代表。

并购排名

在我们全球业务覆盖范围内，我们采用并购框架考察股票，综合考虑定性与定量因素（这些因素可能因行业和地区而异），以评估某些公司可能被收购的潜力。随后，我们根据1至3的评分体系对覆盖范围内的公司进行并购评级，其中1代表高可能性（30%-50%）成为收购目标，2代表中等可能性（15%-30%），3代表低可能性（0%-15%）。对于评级为1或2的公司，根据我们标准部门指南，我们将并购因素纳入目标价计算中。评级为3的并购可能性被认为不重要，因此不纳入目标价计算，是否在研究中提及则视情况而定。

量子

量化是高盛的专有数据库，提供详细的财务报表历史、预测和比率数据。可用于对单一公司进行深入分析，或用于比较不同行业和市场的公司。

披露

商标披露

本报告中使用的第三方品牌为其各自所有者的财产，仅为信息目的在此使用。使用此类品牌不应被视为高盛或其任何产品/服务发出的认可、关联或赞助。

评分和价格信息

阿里巴巴集团（ADR）（买入，116.32美元）、阿里巴巴集团（H）（买入，111.80港元）、GDS控股（ADR）（买入，31.97美元）、GDS控股（H）（买入，28.40港元）、金山云（买入，10.14美元）、MiniMax集团（买入，203.80港元）、VNET集团（买入，7.32美元）和Z.AI公司（中性，862.00港元）

MiniMax集团、深圳迅策科技有限公司和Z.AI公司的评级是相对于其覆盖范围内的其他公司：阿里巴巴集团（ADR）、阿里巴巴集团（H）、滴滴全球股份有限公司、全程卡车联盟股份有限公司、京东物流有限公司、京东股份有限公司（ADR）、京东股份有限公司（H）、京东工业股份有限公司、KLN物流集团、美团、MiniMax集团、拼多多控股有限公司、顺丰控股（A）、顺丰控股（H）、STO快递、中外运股份有限公司（A）、中外运股份有限公司（H）、腾讯控股有限公司、维品会控股有限公司、圆通速递集团股份有限公司、云顶控股有限公司、Z.AI公司、ZTO速递（开曼）股份有限公司（ADR）、ZTO速递（开曼）股份有限公司（H）。

公司特定监管披露

以下披露涉及高盛集团股份有限公司（及其附属机构，“高盛”）与高盛全球投资研究覆盖的公司之间的关系，这些公司也在此研究中被提及。

截至第二最近月底，高盛集团（Goldman Sachs）beneficially owned（直接持有）了1%或更多的普通股权益（不包括由关联公司及根据美国证券法无需合并计算的业务部门持有的头寸）：MiniMax集团（HK\$230.60）和深圳迅思科技有限公司（HK\$103.50）。

高盛在过去12个月内获得了投资银行业务的报酬：MiniMax集团（港币230.60元）和深圳迅策科技有限公司（港币103.50元）

高盛预计在未来三个月内将收到或意图寻求投资银行服务的报酬：MiniMax集团（港币230.60）、深圳迅策科技有限公司（港币103.50）和Z.AI公司（港币987.50）。

高盛在过去12个月内与以下投资银行服务客户有业务往来：MiniMax集团（港币230.60万元）、深圳迅策科技有限公司（港币103.50万元）和Z.AI公司（港币987.50万元）。

高盛在过去12个月内曾与深圳先创有过非投资银行业务相关的证券服务客户关系。
Technology Co. (HK\$103.50)

高盛在过去12个月内管理或共同管理过以下公开或144A规则发行：深圳迅思科技有限公司（港币103.50）

高盛的董事及/或雇员是：深圳迅思科技有限公司（HK\$103.50）

截至本报告日期前两个交易日交易结束时，高盛持有深圳迅思科技控股有限公司（HK\$103.50）的净多头寸超过其总发行股本的0.5%。

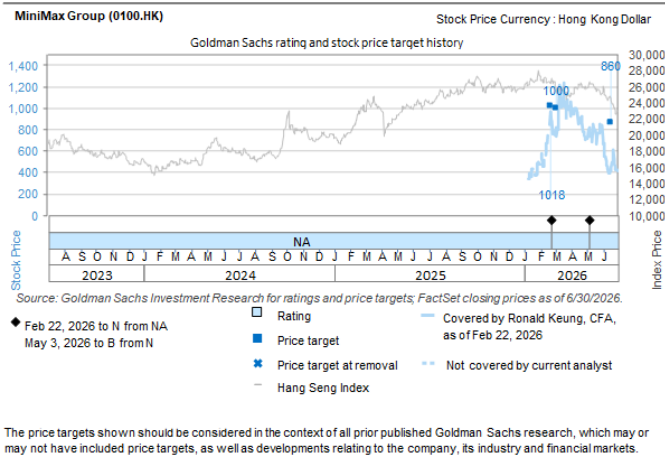
评级/投资银行关系分布

高盛投资研究全球股票覆盖范围

	评分分布				投行关系		
	Buy	Hold	Sell		Buy	Hold	Sell
全球	50%	34%	16%		65%	59%	43%

截至2026年7月1日，高盛全球投资研究部门对3,104只股票证券进行了投资评级。高盛在各个区域投资清单上对股票进行买入和卖出评级；未如此评级的股票被视为中性。此类评级等同于买入、持有和卖出，用于遵守上述FINRA规则要求的披露。请参见下文“评级、覆盖范围及相关定义”。投资银行业务关系图表反映了在过去十二个月内，高盛为每个评级类别中的目标公司提供了投资银行业务服务的百分比。

目标价位和评级历史图表



目标价格历史表(格)

Z.AI Co. (2513.HK)

报告日期	目标价（港元）	收盘价（港元）
09-Jul-26	1,880.00	2,032.00

MiniMax Group (0100.HK)

报告日期	目标价格（港元）	收盘价（港元）
16-Jun-26	860.00	416.60
03-Mar-26	1,000.00	821.00
22-Feb-26	1,018.00	970.00

表格中所示的目标价格未根据公司行为进行调整。

监管披露

根据美国法律法规要求的披露

请参阅上方公司特定的监管披露，以了解本报告所指公司中，以下任何一项所需披露：待处理交易中的管理人或共同管理人；1%或其它持股；特定服务的报酬；客户关系的类型；前期管理/共同管理的首次公开募股；董事职务；对于股权证券，做市商和/或专家角色。高盛可能以主经纪商身份交易或进行交易，交易本报告中所述发行人的债务证券（或相关衍生品）。

以下为其所需披露信息：

****所有权及重大利益冲突**：**高盛政策禁止其分析师、向分析师汇报的人员及其家庭成员持有其分析师覆盖范围内的任何公司证券。****分析师薪酬**：**分析师的部分薪酬基于高盛的盈利能力，其中包括投行业务收入。

根据美国以外司法管辖区的法律和法规要求进行的额外披露

以下披露是根据所指示的司法管辖区要求进行的，但根据美国法律法规，在上述内容中已披露的部分除外。澳大利亚：高盛澳大利亚有限公司及其附属机构并非获授权的存款机构（根据该术语的定义）。

《1959年银行法》（联邦法律）在澳大利亚，不得提供银行服务，亦不得在澳大利亚开展银行业务。此项研究及任何对此项研究的访问，仅限于澳大利亚公司法中所定义的“批发客户”，除非高盛同意另有安排。在制作研究报告时，高盛澳大利亚全球投资研究部的成员可能参加由其研究报告所涉及的公司及其他实体举办的现场考察和其他会议。在某些情况下，如果高盛澳大利亚认为在特定现场考察或会议的具体情况下这样做是适当和合理的，则有关发行人的部分或全部费用可能由其承担。如果本文件内容包含任何金融产品建议，则该建议仅为一般性建议，且已由高盛在不考虑客户目标、财务状况或需求的情况下准备。在根据任何此类建议采取行动之前，客户应考虑建议的适当性，并顾及客户自身的目标、财务状况和需求。高盛澳大利亚和新西兰的某些利益披露文件副本以及高盛澳大利亚卖方研究独立性政策声明副本可在以下网址获取：<https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html>。巴西：与CVM决议n. 20相关的披露信息可在<https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html>获取。如适用，根据CVM决议n. 20第20条定义的主要负责本研究报告内容的巴西注册分析师，是本报告开头列出的第一位作者，除非文本末尾另有说明。加拿大：提供此信息仅为参考目的，绝不构成高盛&公司有限责任公司在加拿大向证券购买者交易任何加拿大证券的广告、要约或招揽。根据适用的加拿大证券法律，高盛&公司有限责任公司在加拿大未注册为交易商，通常不被允许交易加拿大证券，且可能在某些加拿大司法管辖区被禁止销售某些证券和产品。如需在加拿大交易任何加拿大证券或其他产品，请联系高盛加拿大有限公司，其为高盛集团股份有限公司的附属公司，或另一家注册的加拿大交易商。香港：可应要求从高盛（亚洲）有限责任公司获取有关本研究中提及的覆盖公司的证券的进一步信息。印度：可从高盛（印度）证券私营有限公司获取有关本研究中提及的主体公司或公司的进一步信息，该公司的研究分析师——SEBI注册号为INH000001493，位于印度孟买沃利 ascent-worli 第10层，Sudam Kalu Ahire Marg，沃利，邮编400 025，企业身份证号U74140MH2006FTC160634，电话+91 22 6616 9000，传真+91 22 6616 9001。高盛可能受益拥有本研究报告中所提及的主体公司或公司的证券1%或更多（根据1956年《印度证券合同（监管）法》第2条（h）款定义的该术语）。SEBI的注册和NISM的认证在任何程度上均不能保证中介的表现，也不向投资者提供任何回报保证。高盛（印度）证券私营有限公司合规官和投资者投诉联系人详细信息、年度合规审计报告副本及其他相关信息和披露可在以下链接找到：<https://www.goldmansachs.com/worldwide/india/research-analyst>。日本：见下文。韩国：此项研究及任何对此项研究的访问，仅限于金融服务和资本市场法案中所定义的“专业投资者”，除非高盛同意另有安排。可从高盛（亚洲）有限责任公司首尔分行获取有关本研究中提及的主体公司或公司的进一步信息。新西兰：高盛新西兰有限公司及其附属公司在新西兰既不是“注册银行”，也不是“存款接受机构”（根据1989年《新西兰储备银行法》定义）。此项研究及任何对此项研究的访问，旨在向“批发客户”（根据2008年《财务顾问法》定义）提供，除非高盛同意另有安排。高盛澳大利亚和新西兰的某些利益披露文件副本可在以下网址获取：<https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html>。俄罗斯：在俄罗斯联邦分布的研究报告根据俄罗斯立法定义并非广告，而是主要目的非为产品推广的信息和分析，且不提供俄罗斯立法定义的评估活动中的评估。研究报告根据俄罗斯法律法规定义并非个性化投资建议，未针对特定客户，且在未分析客户财务状况、投资组合或风险组合的情况下准备。高盛不承担任何基于本研究报告客户或任何其他人士可能作出的投资决策的责任。新加坡：高盛（新加坡）私人有限公司（公司编号：198602165W），受新加坡货币管理局监管，对此研究报告承担法律责任，如需就与此研究报告有关或由此产生的事项联系，请与其联系。台湾：本材料仅供参考，未经许可不得转载。投资者应仔细考虑自身的投资风险。投资结果是个人投资者的责任。英国：根据金融服务管理局规则被归类为英国零售客户的个人，应结合高盛在此提及的覆盖公司的先前研究报告阅读此项研究，并应参考高盛国际发送给他们的风险警告。可应要求从高盛国际获取这些风险警告以及本报告中使用的某些金融术语的词汇表。

欧盟与英国：关于欧盟委员会授权法规（EU）2016/958号（补充欧洲议会和理事会法规（EU）2014/596号）第6(2)条的信息披露（包括在授权法规根据英国脱离欧盟和欧洲经济区后实施为英国国内法律和法规时），涉及投资建议或其他推荐或建议投资策略的技术安排的客观展示技术标准，以及披露特定利益或利益冲突指示的规定，可在<https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html>查阅，该网站发布了《关于投资研究报告相关利益冲突管理的欧洲政策》。

日本：高盛日本株式会社是一家在关东金融局注册的金融工具经销商，注册号为Kinsho 69，同时也是日本证券经销商协会、日本金融期货协会、日本第二类金融工具公司协会以及日本投资管理协会的成员。股票的买卖业务需向客户收取事先约定的佣金及消费税。关于日本证券交易所、日本证券经销商协会或日本证券金融公司等机构要求的相关披露信息，请参阅公司特定的披露文件。

评分、覆盖范围及相关定义

买入（B）、中性（N）、卖出（S） 分析师建议将股票列为买入或卖出，以纳入各区域投资名单。股票在投资名单上被列为买入或卖出，取决于其相对于覆盖范围内的总回报潜力。任何未在具有活跃评级（即未被评级暂停、未评级、早期生物技术、覆盖暂停或未覆盖）的投资名单上被列为买入或卖出的股票，均被视为中性。每个区域管理区域坚定名单，该名单从各自区域投资名单中的买入评级股票中选出，代表针对其各自覆盖区域内总回报潜力规模和/或回报实现可能性的投资建议。从这些坚定名单中添加或删除股票由各自区域的投资审查委员会或其他指定委员会管理，并不代表分析师对这些股票的投资评级发生变化。

总回报潜力是指当前股价与目标价之间的正负差异，包括在目标价相关的时间范围内预计支付或预期的所有股息。所有覆盖的股票都需要设定目标价。在添加或重申投资清单成员资格的每份报告中，都会列明总回报潜力、目标价及关联的时间范围。

覆盖范围：可通过初级分析师、股票和覆盖范围，获取每个覆盖范围内的所有股票列表，网址为 <https://www.gs.com/research/hedge.html>。

未评级（NR）。在以下情况下，根据高盛政策，高盛作为顾问角色参与并购或涉及该公司的战略性交易时，或由于高盛参与交易而存在法律、监管或政策限制时，以及在某些其他情况下，投资评级、目标价和盈利预测（如适用）将予以移除。早期生物技术（ES）。根据高盛政策，当该公司既没有通过II期临床试验的药物、治疗或医疗设备，也没有获得后期II期药物、治疗或医疗设备的分销许可时，不进行投资评级和目标价分配。评级暂停（RS）。高盛

研究已暂停对该股票的投资评级和目标价，因为缺乏足够的基本面依据来确定投资评级或目标价。该股票之前的相关投资评级和目标价（如有）现已失效，不应再作为参考。覆盖暂停（CS）。高盛已暂停对该公司的覆盖。不覆盖（NC）。高盛不覆盖该公司。

全球产品：分销实体

Goldman Sachs Global Investment Research produces and distributes research products for clients of Goldman Sachs on a global basis. Analysts based in Goldman Sachs offices around the world produce research on industries and companies, and research on macroeconomics, currencies, commodities and portfolio strategy. This research is disseminated in Australia by Goldman Sachs Australia Pty Ltd (ABN 21 006 797 897); in Brazil by Goldman Sachs do Brasil Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.; Public Communication Channel Goldman Sachs Brazil: 0800 727 5764 and / or contatogoldmanbrasil@gs.com. Available Weekdays (except holidays), from 9am to 6pm. Canal de Comunicação com o Público Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou contatogoldmanbrasil@gs.com. Horário de funcionamento: segunda-feira à sexta-feira (exceto feriados), das 9h às 18h; in Canada by Goldman Sachs & Co. LLC; in Hong Kong by Goldman Sachs (Asia) L.L.C.; in India by Goldman Sachs (India) Securities Private Ltd.; in Japan by Goldman Sachs Japan Co., Ltd.; in the Republic of Korea by Goldman Sachs (Asia) L.L.C., Seoul Branch; in New Zealand by Goldman Sachs New Zealand Limited; in Russia by OOO Goldman Sachs; in Singapore by Goldman Sachs (Singapore) Pte. (Company Number: 198602165W); and in the United States of America by Goldman Sachs & Co. LLC. Goldman Sachs International has approved this research in connection with its distribution in the United Kingdom.

高盛国际（“GSI”）获得审慎监管局（“PRA”）授权，并受金融行为监管局（“FCA”）和审慎监管局监管，已批准此项研究，以便其在英国进行分销。

欧洲经济区：高盛欧洲银行股份有限公司（“GSBE”）是一家在德国注册成立的信用机构，在单一监管机制下，受欧洲中央银行直接实施审慎监管，在其他方面受德国联邦金融监管局（联邦金融监管局，BaFin）和德意志联邦银行监管，并在欧洲经济区内部传播研究报告。

一般性披露

本项研究仅供我们的客户参阅。除与高盛相关的披露外，本项研究基于我们视为可靠的部分公开信息，但我们不保证其准确性或完整性，也不应被视为如此依赖。本报告中包含的信息、意见、估算和预测均为本报告日期的信息，且未经事先通知可能发生变化。我们力求适时更新我们的研究，但各种法规可能阻止我们这样做。除了定期发布的某些行业报告外，大部分报告将在分析师判断认为合适时以不定期间隔发布。

高盛集团从事全球性的全方位综合投资银行、投资管理和经纪业务。高盛与全球投资研究覆盖的大部分公司有投资银行及其他业务关系。作为美国经纪商和交易商，高盛公司（Goldman Sachs & Co. LLC）是证券投资者保护公司（SIPC，<https://www.sipc.org>）的成员。

我们的销售人员、交易员和其他专业人员可能会向我们的客户和主交易台提供口头或书面的市场评论或交易策略，这些评论或策略反映的观点与本研究中表达的观点相左。我们的资产管理部门、主交易台和投资业务可能会做出与本研究中提出的建议或观点不一致的投资决策。

本报告中提及的分析师可能不时与我们的客户进行交流，包括高盛的售货员和交易员，或可能在本报告中讨论交易策略，这些策略涉及可能对报告中所述的股权证券的市场价格产生短期影响的催化剂或事件，这种影响可能与该分析师对相关股票发布的定价目标预期方向相反。任何此类交易策略均与该分析师对相关股票的基本股权评级无关，该评级反映了该股票相对于本报告中所述的覆盖范围内的回报潜力。

我们及我们的附属公司、董事及雇员，在不违反相关法规或高盛政策之规定的情况下，可能会不时就本研究中提及的证券或衍生品（如有）持有多头或空头头寸、作为交易主体进行交易以及买入或卖出。

高盛安排的会议上，第三方演讲者（包括高盛其他部门的人员）的观点不一定代表全球投资研究的观点，也不代表高盛的官方观点。

此处提及的任何第三方，包括任何销售人员、交易商和其他专业人士或其家庭成员，可能在所提及的产品中持有与报告中列出的分析师所表达的观点不一致的头寸。

本研究并非在任何司法管辖区销售或招揽购买任何证券的要约，且在要约或招揽在相关司法管辖区为非法的情况下，均不构成要约。本报告不构成个人建议，亦未考虑个别客户的特定投资目标、财务状况或需求。客户应自行判断本报告中任何建议或推荐是否适合其特定情况，并在必要时寻求专业建议，包括税务建议。本研究中提及的投资价格和价值以及其产生的收入可能会波动。过往业绩并非未来业绩的指引，未来回报并不保证，且可能发生原始本金损失。汇率波动可能对某些投资的价值或价格，或其产生的收入产生不利影响。

某些交易，包括期货、期权及其他衍生品交易，会产生重大风险，并非所有投资者都适合。投资者应查阅由高盛销售代表提供或可在<https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>和https://www.goldmansachs.com/disclosures/cftc_fcm_disclosures获取的现行期权与期货信息披露文件。在需要多次买卖期权（如跨式策略）的期权策略中，交易成本可能相当可观。如需，将提供相关证明文件。

全球投资研究提供的不同服务级别：高盛全球投资研究为您提供的服务级别和类型可能与GS内部及其他外部客户获得的服务有所不同，具体取决于多种因素，包括您对沟通频率和方式的个人偏好、您的风险状况和投资重点与视角（例如，市场整体、特定行业、长期、短期）、您与GS的整体客户关系规模与范围，以及法律和监管限制。例如，某些客户可能要求在特定证券的研究发布时接收通知，而某些客户可能要求通过数据源或其他方式，将分析师基本面分析所依据的特定数据，从我们的内部客户网站电子送达。在将此类信息通过电子出版广泛发布至我们的内部客户网站，或通过其他必要方式送达所有有权接收此类报告的客户之前，任何关于分析师基本面研究观点的改变（例如，评级、目标价，或股票证券盈利预测的重大变化）都不会告知任何客户。

所有研究报告均通过电子出版方式同时在我们内部的客户网站上发布，并供所有客户获取。并非所有研究内容都会重新分发给我们客户或提供给第三方聚合商，且高盛对第三方聚合商分发我们的研究内容亦不承担责任。如需获取与一个或多个证券、市场或资产类别（包括相关服务）相关的研究、模型或其他数据（这些内容可能可供您获取），请联系您的GS代表或访问 <https://research.gs.com>。

披露信息也可在 <https://www.gs.com/research/hedge.html> 或通过研究合规部门，200 西街，纽约，纽约州10282获得。

© 2026 Goldman Sachs.

您仅被允许为自身使用，而通过本服务获取的信息进行存储、展示、分析、修改、重新格式化及打印。未经高盛明确书面同意，您不得转售或反向工程该信息，以计算或开发任何用于披露和/或营销的指数，或创建任何其他衍生作品或商业产品、数据或服务。未经高盛明确书面同意，您不得以任何格式，在全部或部分地公布、传输或以其他方式复制该信息给任何第三方。前述限制包括但不限于，使用、提取、下载或检索该信息（全部或部分），用于训练或微调机器学习或人工智能系统，或将其（全部或部分）作为提示或输入提供给或复制给任何此类系统。