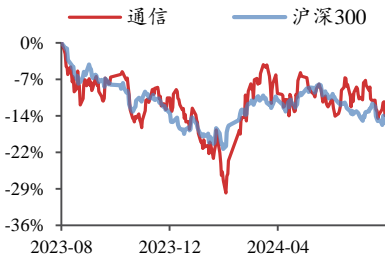


## 通信

2024年08月04日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《卫星互联网高轨卫星成功发射，看好卫星自主可控发展空间——行业点评报告》-2024.8.2

《AMD、微软、ARISTA 财报亮眼，微软预计资本开支环比持续增长——行业点评报告》-2024.8.1

《政治局会议再强调高科技自立自强和设备更新，重视三条主线——行业点评报告》-2024.7.30

## 海外 AI 企业财报总结：AI 业务表现亮眼，巨头继续加码 AI

——行业周报

蒋颖（分析师）

jiangying@kysec.cn

证书编号：S0790523120003

### ● 云巨头业绩亮眼，AI 仍处于发展初期，军备竞赛持续，资本开支持续增长

2024年7月31日，微软发布2024财年第四季度报告，公司FY2024Q4实现营收647亿美元，同比增长15%；智能云业务实现营收285亿美元，同比增长19%，其中，Azure及其他云服务同比增长29%，AI推动Azure云营收增长到达8%，AI对云营收增长拉动效果显著。预计资本开支将持续环比增长，FY2025资本开支将高于FY2024，以满足云和AI的增长需求。

8月1日，META发布2024年二季度报告，公司Q4实现营收391亿美元，同比增长22%；实现净利润135亿美元，同比增长73%；实现资本开支85亿，同比增长33%，主要受服务器、数据中心和网络基础设施投资的推动。公司二季度已发布Llama3.1系列，包括405B大参数开源模型，目前已宣布开始开发Llama4，预计Llama4 AI模型训练所需算力将是Llama3的10倍，算力需求持续增长。公司上调资本开支预测区间，预计2024年资本开支将在370-400亿美元（原350-400亿美元），预计2025年总资本开支将大幅增长，其中AI基础设施将大幅增长。

8月2日，亚马逊发布2024年第一季度报告，公司Q2实现营收1480亿美元，同比增长10%；其中，AWS云业务实现营收263亿美元，同比增长19%。公司2024H1实现资本开支305亿元，下游客户对生成式AI需求仍然强劲。当下GPU获取难度较大，公司自研第二代训练芯片Trainium以及推理芯片Inferentia将于2024年下半年推出，性价比较高。公司预计2024H2资本开支将环比增长，主要用于建设AWS基础设施。

### ● AI 产业链维持高景气度，AMD 上调数据中心 GPU 营收指引

7月30日，AMD发布2024年第二季度报告，公司Q2实现营收58亿美元，同比增长9%，高于指引中值，其中，受益于AMD Instinct GPU和第四代AMD EPYC CPU的强劲增长，数据中心业务实现营收28亿美元，同比增长115%，环比增长21%，主要得益于AMD Instinct GPU出货量的强劲增长。实现净利润2.7亿美元，同比增长881%。公司预计2024年Q3营收约为64-70亿美元，取中值计算同比增长16%；上调2024年数据中心GPU营收指引，预计营收超45亿美元（原40亿美元）。

7月31日，Arista公布2024年第二季度报告，公司Q2实现营收16.90亿美元，同比增长15.9%，环比增长7.6%，来自云、企业以及供应商三个板块的营收均实现增长，实现非GAAP毛利率65.4%，同比增长4.1个百分点，环比增长1.2个百分点，主要是由于相关存货的减少以及制造成本的改善。公司预计2024年Q3实现营收17.2-17.5亿美元，2024财年营收指引为同比增长至少14%。

### ● 苹果 AI 测试版上线，未来或加大 AI 服务器投入

7月30日，苹果推送iOS18.1开发者预览版Beta1版本，引入了苹果AI（Apple Intelligence）测试版，苹果在技术论文中透露，苹果的设备端AI模型是基于2048个TPU v5p芯片训练而成，而服务器端模型则使用了8192个TPU v4芯片进行训练。此外，苹果还计划在未来两年内投入超过50亿美元用于AI服务器的升级，并购买数万台AI服务器建设训练集群。

海外云巨头业绩亮眼，下游AI需求强劲，持续增加对AI基础设施的资本开支，随着AI模型持续迭代以及AI应用相继落地，应用使用率持续攀升或将带动推理算力加速释放，建议持续关注算力产业链。推荐标的：宝信软件、中际旭创、英维克、盛科通信、新易盛、天孚通信、中兴通讯；受益标的：紫光股份、润泽科技、源杰科技、光迅科技、华工科技、华丰科技、网宿科技、烽火通信、云赛智联等。

### ● 风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦加剧。

## 目录

1、周投资观点：海外 AI 巨头财报总结：业绩表现亮眼，加码 AI 资本开支.....	3
1.1、云巨头业绩亮眼，AI 仍处于发展初期，军备竞赛持续，资本开支持续增长.....	3
1.2、苹果 AI 测试版上线，苹果 AI 模型基于 TPU 训练而成，未来或加大 AI 服务器投入.....	4
1.3、市场回顾.....	4
2、产业数据追踪.....	5
2.1、云计算：AI 需求拉动下加速复苏.....	5
2.1.1、云计算：Aspeed 月度营收情况.....	5
2.1.2、云计算：BAT 季度资本开支情况.....	5
2.1.3、云计算：海外云巨头（亚马逊、谷歌、苹果、微软、Meta）资本开支.....	6
2.1.4、云计算：Equinix、世纪互联、万国数据机柜价格.....	6
2.2、5G：2024 年 6 月底，我国 5G 基站总数达 391.7 万站.....	8
2.2.1、5G 基建：5G 基站建设情况.....	8
2.2.2、5G 基建：三大运营商 5G 用户数.....	8
2.2.3、5G 基建：国内手机及 5G 手机出货量.....	9
2.3、运营商：创新业务发展强劲.....	10
2.3.1、运营商：移动云、天翼云、联通云营收情况.....	10
2.3.2、运营商：中国移动、中国电信、中国联通 ARPU 值.....	11
2.4、新能源汽车：2024 年 5 月我国新能源汽车市占率达 39.51%.....	13
2.4.1、新能源汽车：我国新能源汽车月销量和渗透率.....	13
2.4.2、新能源汽车：新能源车企月度销量和同比增速.....	14
2.5、海缆：2023 年 8 月我国海缆已招标 19.19GW.....	15
3、风险提示.....	16

## 图表目录

图 1：2024 年 6 月 Aspeed 月度营收持续增长（百万新台币）.....	5
图 2：2024 年第一季度 BAT 资本开支同比大幅增长.....	5
图 3：2024 年第一季度百度、阿里、百度资本开支同比增长（百万元）.....	6
图 4：2024 年第二季度海外云巨头（亚马逊、谷歌、苹果、微软、Meta）资本开支持续增长（亿美元）.....	6
图 5：Equinix 机柜价格呈上升趋势（美元/机柜/月）.....	6
图 6：万国数据机柜价格持续下降（元/平米/月）.....	7
图 7：世纪互联零售机柜价格持续回落（元/机柜/月）.....	7
图 8：5G 基站持续建设，占比超三成（万站）.....	8
图 9：2024 年 6 月末三大电信运营商及广电 5G 移动电话用户数达 9.27 亿户.....	8
图 10：移动、电信、联通 5G 用户数持续增长（百万户）.....	8
图 11：2024 年 5 月 5G 手机出货量持续回暖（万部）.....	9
图 12：2023 年移动云营收快速增长（亿元）.....	10
图 13：2023 年天翼云营收快速增长（亿元）.....	10
图 14：2023 年联通云营收稳健增长（亿元）.....	11
图 15：2023 年中国移动 ARPU 值稳步提升（元/户/月）.....	11
图 16：2023 年中国电信 ARPU 值稳步提升（元/户/月）.....	11
图 17：2023 年中国联通 ARPU 值略有减少（元/户/月）.....	12
图 18：2024 年 5 月我国新能源汽车产销分别为 92.2 万辆和 95.49 万辆.....	13
图 19：我国新能源汽车市占率呈上升趋势.....	13
图 20：我国新能源车企 5 月销量有所增长（万辆）.....	14
图 21：新能源车企 5 月销量同比提升.....	14
图 22：截至 2023 年 8 月我国海缆已招标 19.19GW.....	15
图 23：海缆招标规划量占总规划量上广东最高.....	15

## 1、周投资观点：海外 AI 企业财报总结：AI 业务表现亮眼，

### 巨头继续加码 AI

#### 1.1、云巨头业绩亮眼，AI 仍处于发展初期，军备竞赛持续，资本开支持续增长

**微软 AI 客户量持续增长，预计资本开支环比持续增长。**7月31日，微软发布2024财年第四季度报告，公司FY2024Q4实现营收647亿美元，同比增长15%；智能云业务实现营收285亿美元，同比增长19%，其中，Azure及其他云服务同比增长29%，AI推动Azure云营收增长到达8%，AI对云营收增长拉动效果显著。公司Azure AI客户量已超6万个，同比增长60%，单客户平均使用支出也保持增长，Copilot占GitHub收入40%以上。公司FY2024Q3资本开支为139亿美元，其中一半用于建设IDC基础设施，其余用于采购服务器；预计资本开支将持续环比增长，FY2025资本开支将高于FY2024，以满足云和AI的增长需求。预计FY2025Q1智能云实现营收286-289亿美元，同比增长18-20%，其中，预计Azure云营收同比增长28-29%，预计FY2025营收将保持两位数增长。微软对AI持续加大投资，算力产业链有望持续受益。

**Llama 4 开始训练，META 上调资本开支指引。**8月1日，META发布2024年二季度报告，公司Q4实现营收391亿美元，同比增长22%；实现净利润135亿美元，同比增长73%；实现资本开支85亿，同比增长33%，主要受服务器、数据中心和网络基础设施投资的推动。公司二季度已发布Llama 3.1系列，包括405B大参数开源模型，目前已宣布开始开发Llama 4，预计Llama 4 AI模型训练所需算力将是Llama 3的10倍，算力需求持续增长。AI军备竞赛仍将持续，由于AI基础设施建设周期较长，CEO表示愿意承担提前建设的风险，而不愿意落后。Meta AI发布以来，已完成十亿次调用查询，用户留存率持续增长，未来将继续迭代。公司预计2024Q3实现营收385-410美元，上调资本开支预测区间，预计2024年资本开支将在370-400亿美元（原350-400亿美元），预计2025年总资本开支将大幅增长，其中AI基础设施将大幅增长。公司将增加基础设施部署灵活性，使训练集群也能用于AI推理，提高工作负载成本效率。对于AI投资回报，公司认为可分为核心AI和生成式AI，核心AI回报强劲，拉动广告和应用营收增长，生成式AI发展为时尚早，不会成为2024年营收主要驱动力。Meta不断训练Llama迭代，持续投入到AI竞赛中，大幅提高资本开支以提前建设AI基础设施，算力需求或持续增长。

**下游 AI 需求强劲，亚马逊预计 2024H2 资本开支环比持续增长。**8月2日，亚马逊发布2024年第一季度报告，公司Q2实现营收1480亿美元，同比增长10%；其中，AWS云业务实现营收263亿美元，同比增长19%。公司2024H1实现资本开支305亿元，下游客户对生成式AI需求仍然强劲。当下GPU获取难度较大，公司自研第二代训练芯片Trainium以及推理芯片Inferentia将于2024年下半年推出，性价比较高。公司预计2024H2资本开支将环比增长，主要用于建设AWS基础设施，AI以及非AI需求持续强劲，公司认为AI发展仍处于初期阶段，AI已带来数十亿美元营收，希望继续增加基础设施容量；预计2024Q3实现营收1540-1585亿美元，同比增长8-11%。下游云计算需求持续强劲，亚马逊对AI的持续投资有望带动AI算力产业链的发展。

## 1.2、AI 产业链维持高景气度，AMD 上调数据中心 GPU 营收指引

**MI300 加速放量，AMD 上调数据中心 GPU 营收指引。**2024 年 7 月 30 日，AMD 发布 2024 年第二季度报告，公司 Q2 实现营收 58 亿美元，同比增长 9%，高于指引中值，其中，受益于 AMD Instinct GPU 和第四代 AMD EPYC CPU 的强劲增长，数据中心业务实现营收 28 亿美元，同比增长 115%，环比增长 21%，主要得益于 AMD Instinct GPU 出货量的强劲增长。实现净利润 2.7 亿美元，同比增长 881%。MI300 季度收入首次超过 10 亿美金，微软扩大了对 MI300X 的使用，为 GPT-4 Turbo 和 copilot 服务提供支持。公司预计 2024 年 Q3 营收约为 64-70 亿美元，取中值计算同比增长 16%；上调 2024 年数据中心 GPU 营收指引，预计营收超 45 亿美元（原 40 亿美元）。

**Arista 二季度业绩亮眼，推出 Etherlink AI 产品助力 10 万卡集群组网。**7 月 31 日，Arista 公布 2024 年第二季度报告，公司 Q2 实现营收 16.90 亿美元，同比增长 15.9%，环比增长 7.6%，来自云、企业以及供应商三个板块的营收均实现增长，实现非 GAAP 毛利率 65.4%，同比增长 4.1 个百分点，环比增长 1.2 个百分点，主要是由于相关存货的减少以及制造成本的改善。公司宣布与 NVIDIA 合作提供数据中心 AI 网络解决方案，目前后端网络仍然以 IB 为主，但公司认为以太网组网会越来越多。公司预计明年部分客户 AI 集群将达到万卡级别，并向 10 万卡目标拓展，公司推出 Arista Etherlink AI 产品，在两层网络拓扑下，可支持多达 10 万卡 XPU 的 AI 集群，助力大规模集群发展。公司预计 2024 年 Q3 实现营收 17.2-17.5 亿美元，2024 财年营收指引为同比增长至少 14%。

海外云巨头业绩亮眼，下游 AI 需求强劲，持续增加对 AI 基础设施的资本开支，随着 AI 模型持续迭代以及 AI 应用相继落地，应用使用率持续攀升或将带动推理算力加速释放，建议持续关注算力产业链。**推荐标的：宝信软件、中际旭创、英维克、盛科通信、新易盛、天孚通信、中兴通讯；受益标的：紫光股份、润泽科技、源杰科技、光迅科技、华工科技、华丰科技、网宿科技、烽火通信、云赛智联等。**

## 1.3、苹果 AI 测试版上线，苹果 AI 模型基于 TPU 训练而成，未来或加大 AI 服务器投入

7 月 30 日，苹果推送 iOS18.1 开发者预览版 Beta1 版本，引入了苹果 AI（Apple Intelligence）测试版，新增 Writing Tools 等写作辅助工具，以及照片 App 对自然语言搜索的支持，并对 Siri 进行了改进。苹果在技术论文中透露，苹果的设备端 AI 模型是基于 2048 个 TPU v5p 芯片训练而成，而服务器端模型则使用了 8192 个 TPU v4 芯片进行训练。虽然苹果 AI 初期使用了谷歌的硬件，但其已经部署基于自研 Apple Silicon 芯片来处理 Apple Intelligence 的查询，并启动了 Project ACDC 项目，以优化数据中心内的 AI 应用。此外，苹果还计划在未来两年内投入超过 50 亿美元用于 AI 服务器的升级，并购买数万台 AI 服务器建设训练集群。我们认为，苹果新入局 AI，加码巨头间 AI 军备竞赛，IOS 用户群体庞大，随着苹果将 AI 引入 IOS，AI 推理需求或将快速提升，有望持续拉动对算力基础设施的需求。

## 1.4、市场回顾

本周（2024.7.29—2024.8.2），通信指数下跌 0.12%，在 TMT 板块中排名第四。

## 2、产业数据追踪

### 2.1、云计算：AI 需求拉动下加速复苏

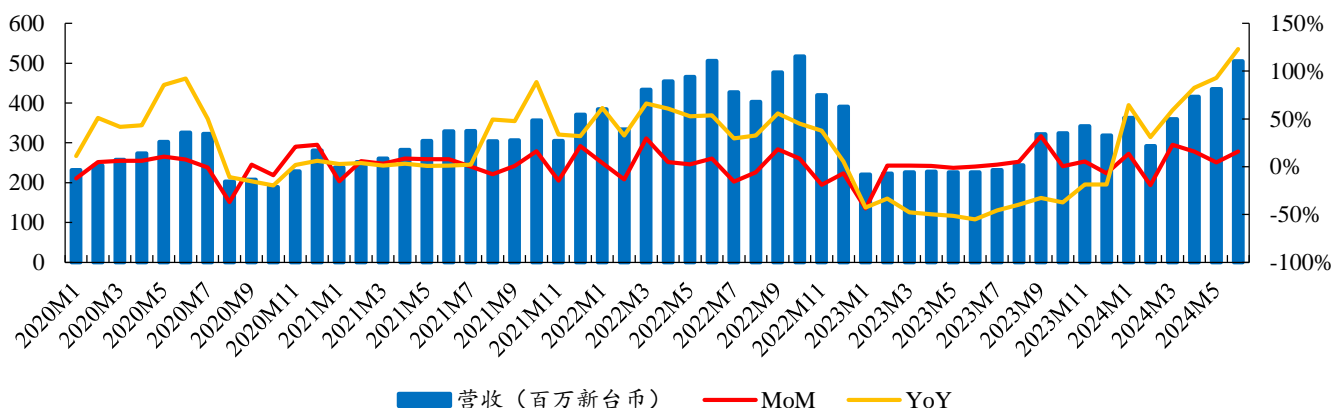
(1) 全球服务器管理芯片供应商龙头 Aspeed 2024 年 6 月营收同比增长 123.02%，环比增长 15.96%；

(2) 2024Q2 海外五大云巨头（亚马逊、谷歌、苹果、微软、Meta）资本开支为 550 亿美元，同比增长 54.5%，环比增长 18.7%；BAT 2024Q1 总资本开支为 275.50 亿元，同比增长 199.98%，环比增长 37.47%；阿里 2024Q1 购置物业及设备资本开支为 101.74 亿元，同比增长 304.85%，环比增长 39.64%；腾讯 2024Q1 资本开支为 143.59 亿元，同比增长 225.53%，环比增长 90.84%；百度 2024Q1 资本开支为 20.38 亿元，同比增长 57.37%，环比减少 44.32%；

(3) 2024Q1，Equinix 机柜平均价格为 2258 美元/机柜/月，价格持续上升；2024Q1，万国数据机柜价格为 2078 元/平米/月，环比持续下降；2024Q1，世纪互联机柜价格为 8742 元/机柜/月，价格持续回落。

#### 2.1.1、云计算：Aspeed 月度营收情况

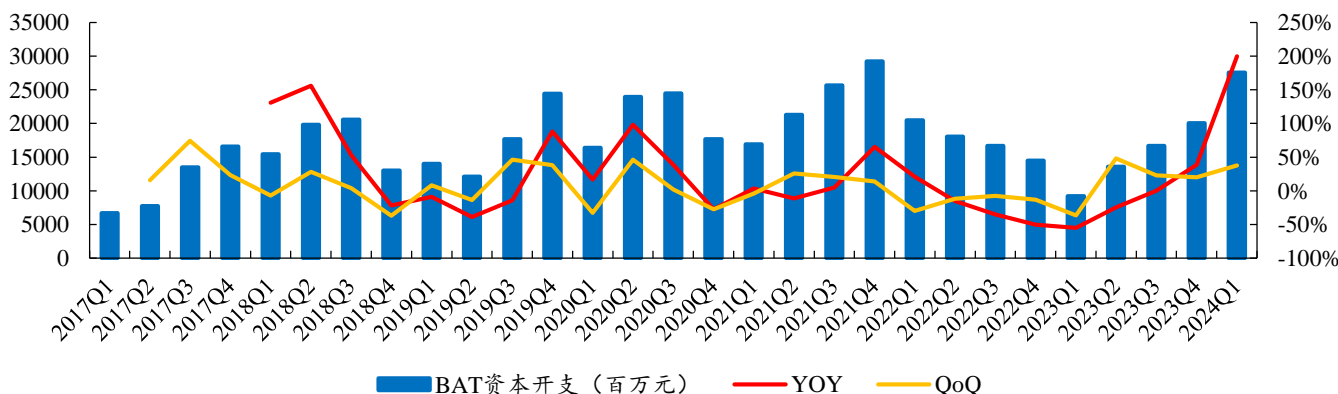
图1：2024 年 6 月 Aspeed 月度营收持续增长（百万新台币）



数据来源：Aspeed 官网、开源证券研究所

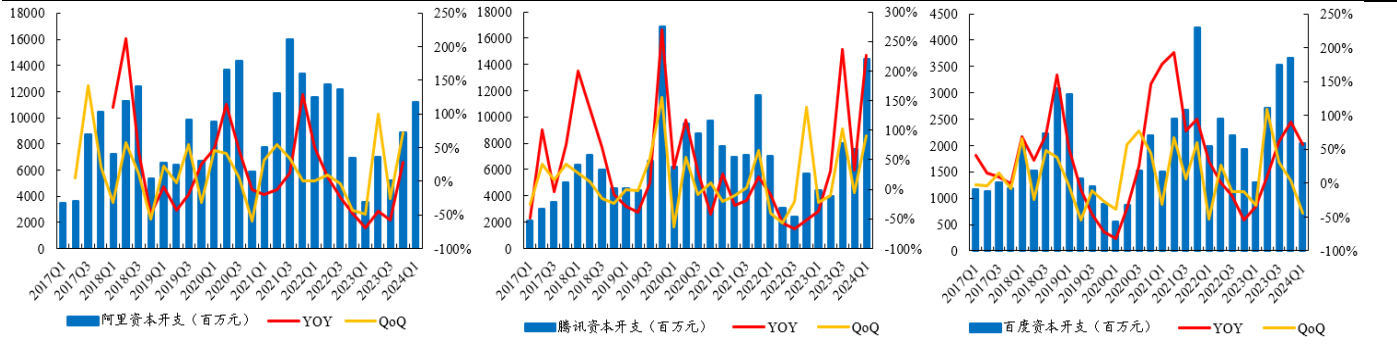
#### 2.1.2、云计算：BAT 季度资本开支情况

图2：2024 年第一季度 BAT 资本开支同比大幅增长



数据来源：阿里、腾讯、百度公告、开源证券研究所

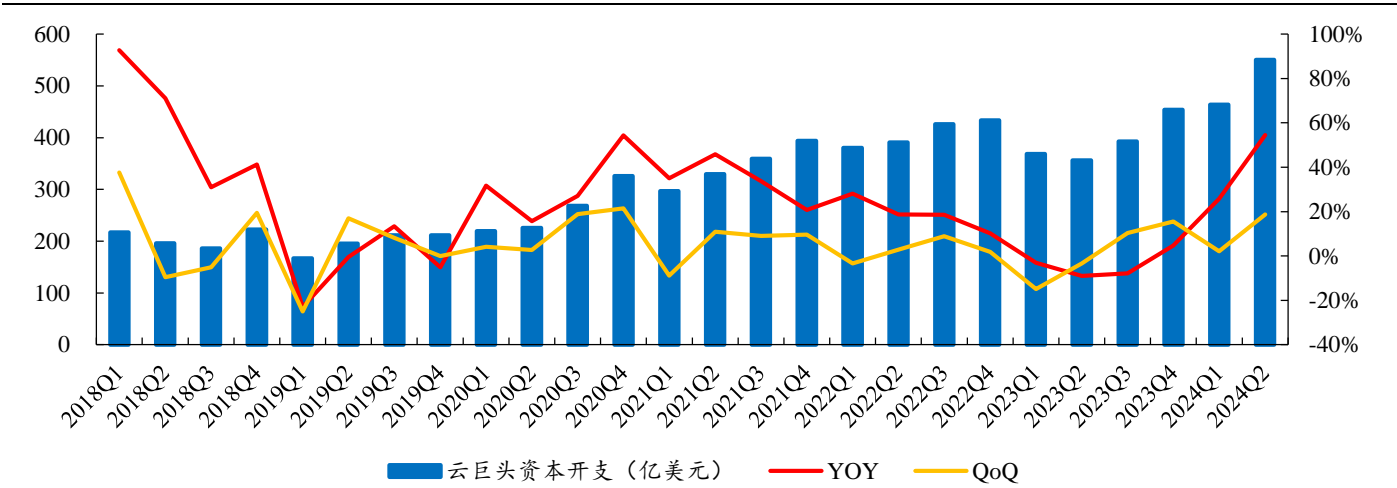
图3：2024年第一季度百度、阿里、百度资本开支同比增长（百万元）



数据来源：阿里、腾讯、百度公告、开源证券研究所

### 2.1.3、云计算：海外云巨头（亚马逊、谷歌、苹果、微软、Meta）资本开支

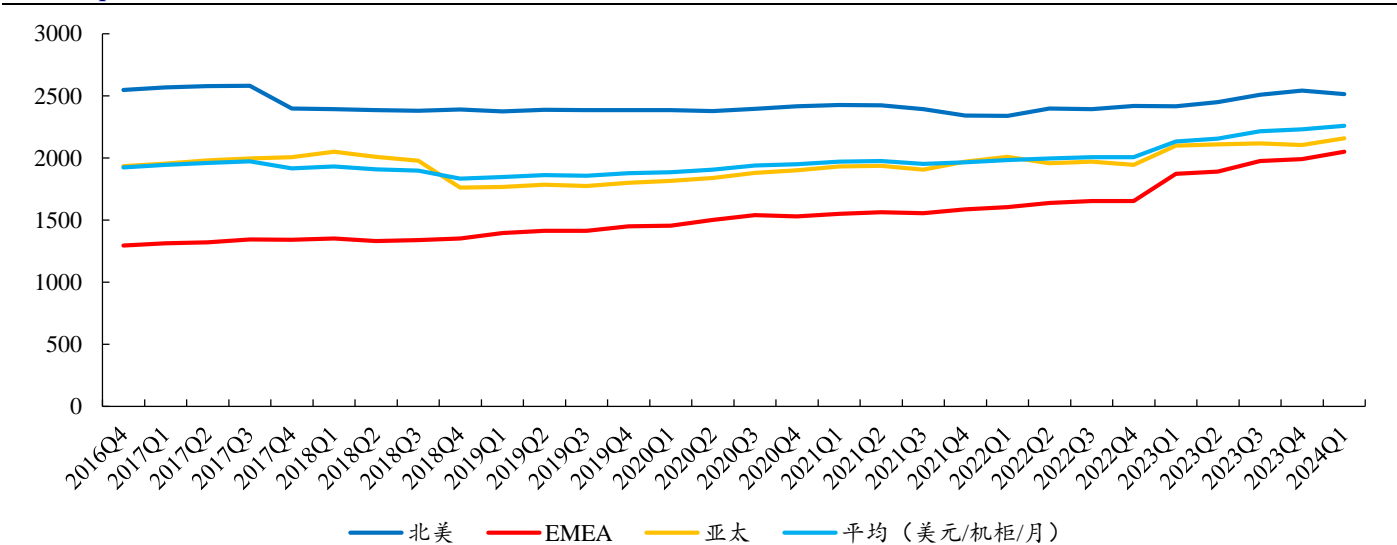
图4：2024年第二季度海外云巨头（亚马逊、谷歌、苹果、微软、Meta）资本开支持续增长（亿美元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

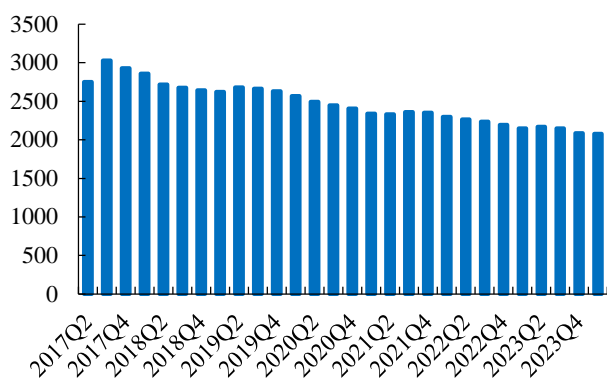
### 2.1.4、云计算：Equinix、世纪互联、万国数据机柜价格

图5：Equinix 机柜价格呈上升趋势（美元/机柜/月）



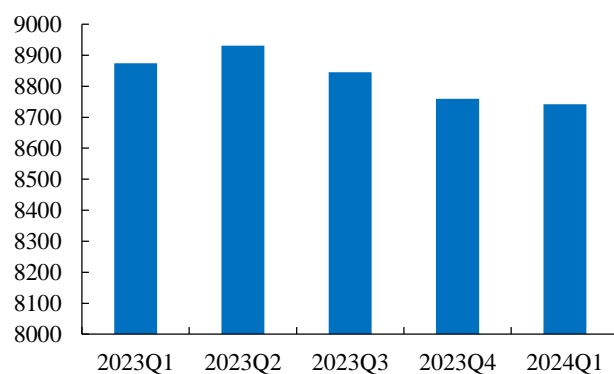
数据来源：Equinix 公告、开源证券研究所

图6：万国数据机柜价格持续下降（元/平米/月）



数据来源：万国数据公告、开源证券研究所

图7：世纪互联零售机柜价格持续回落（元/机柜/月）



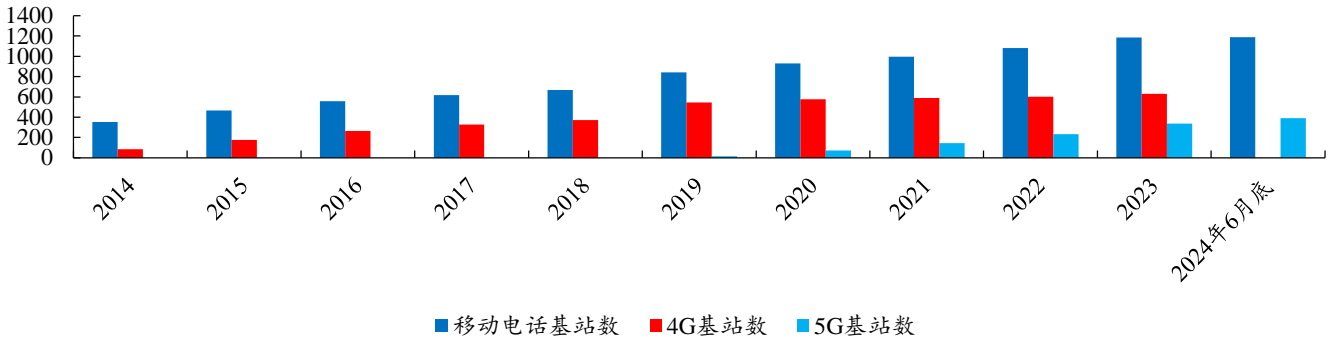
数据来源：世纪互联公告、开源证券研究所

## 2.2、5G：2024年6月底，我国5G基站总数达391.7万站

2024年6月底，我国5G基站总数达391.7万站，比2023年末净增54万站；2024年6月三大运营商及广电5G移动电话用户数达9.27亿户，同比增长36.32%；2024年5月，5G手机出货2553.1万部，占比84.2%，出货量同比增长26.59%。

### 2.2.1、5G基建：5G基站建设情况

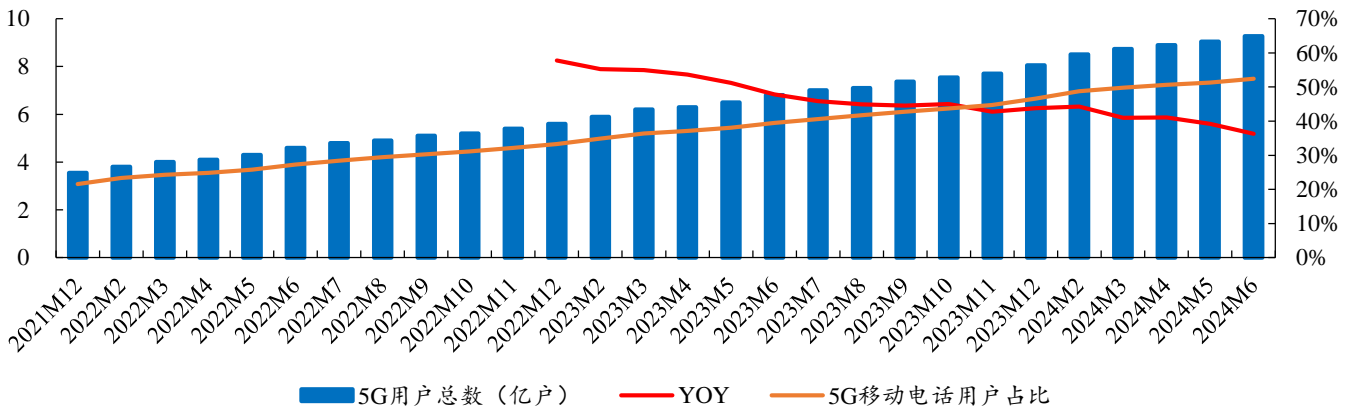
图8：5G基站持续建设，占比超三成（万站）



数据来源：工信部、开源证券研究所，备注：自2023年3月起，将现有5G基站中的室内基站数统计口径由按基带处理单元统计调整为按射频单元折算，由于具备使用条件的基站数据是动态更新的，故不能追溯调整以往数据。

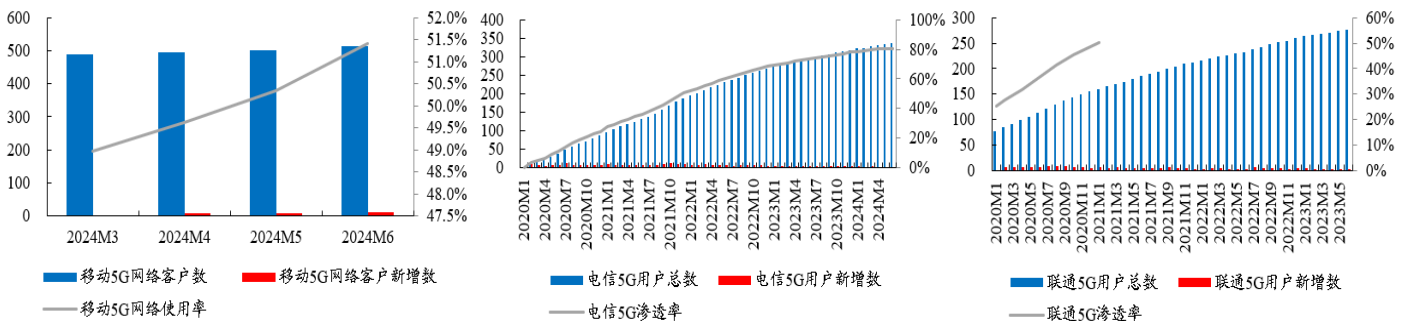
### 2.2.2、5G基建：三大运营商5G用户数

图9：2024年6月末三大电信运营商及广电5G移动电话用户数达9.27亿户



数据来源：工信部、开源证券研究所，备注：自2024年2月起，将中国广电的5G移动电话用户数纳入行业汇总数据，2023年同期数据进行同步调整，2022年数据未调整。

图10：移动、电信、联通5G用户数持续增长（百万户）

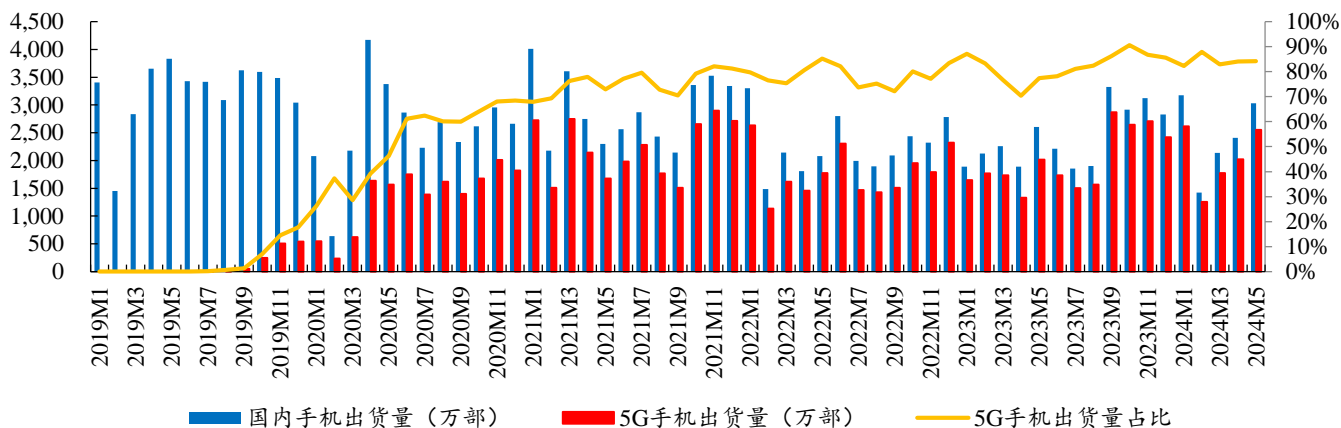


数据来源：中国移动官网、中国联通官网、中国电信官网、开源证券研究所



## 2.2.3、5G 基建：国内手机及 5G 手机出货量

图11：2024 年 5 月 5G 手机出货量持续回暖（万部）



数据来源：中国信通院、开源证券研究所

## 2.3、运营商：创新业务发展强劲

(1) 云计算方面，2023年三大运营商数据如下：

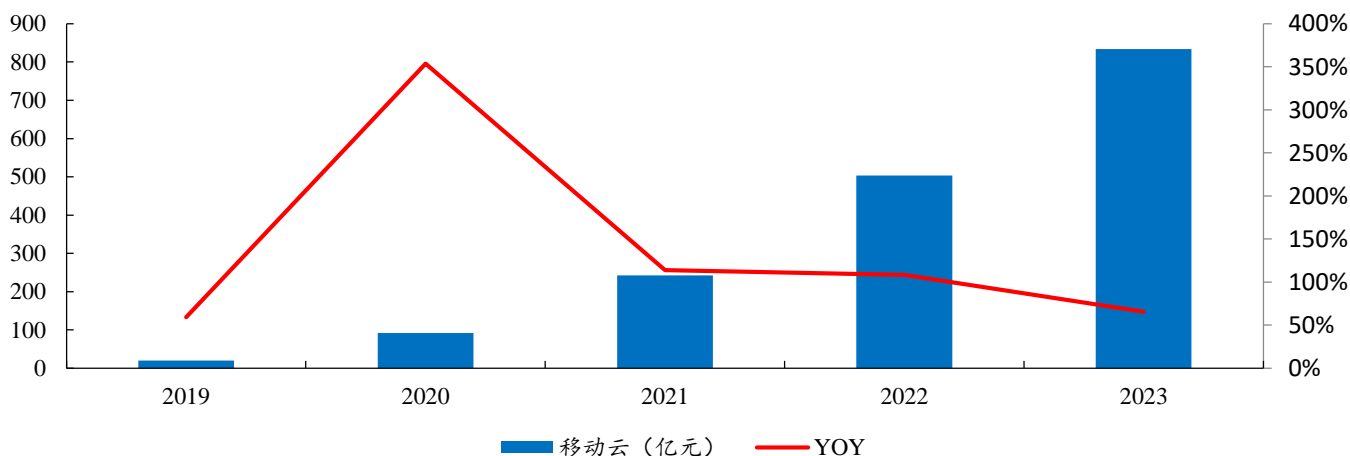
- 1、中国移动：移动云营收达 833 亿元，同比增长 65.6%；
- 2、中国电信：天翼云营收达 972 亿元，同比增长 67.9%；
- 3、中国联通：联通云营收达 510 亿元，同比增长 41.6%。

(2) 三大运营商 ARPU 值方面，2023年三大运营商数据如下：

- 1、中国移动：移动业务 ARPU 值为 49.3 元，同比略增 0.6%；
- 2、中国电信：移动业务 ARPU 值为 45.4 元，同比略增 0.4%；
- 3、中国联通：移动业务 ARPU 值为 44.0 元，同比略减 0.7%。

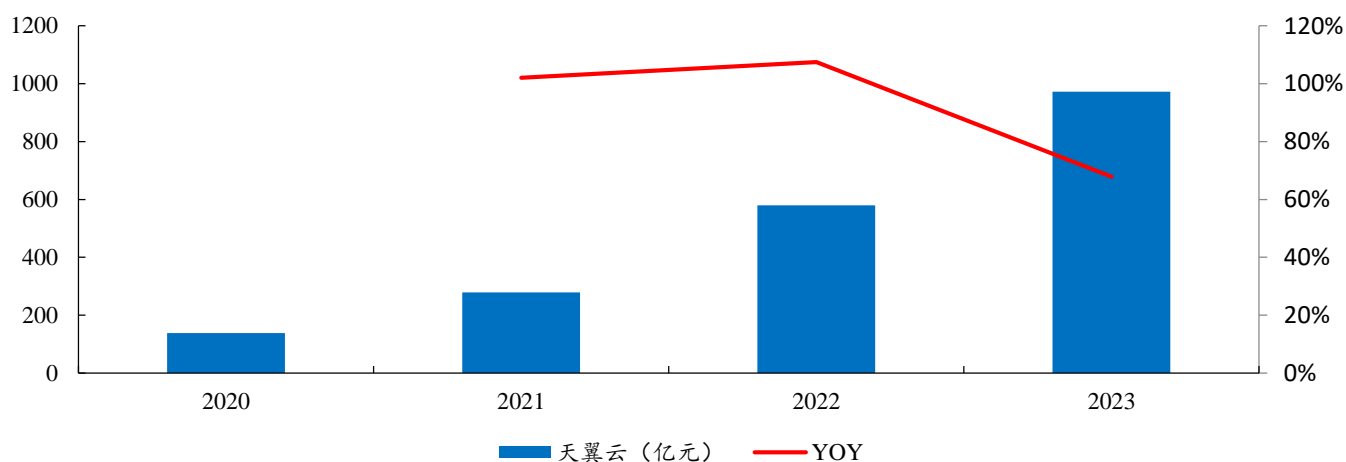
### 2.3.1、运营商：移动云、天翼云、联通云营收情况

图12：2023年移动云营收快速增长（亿元）

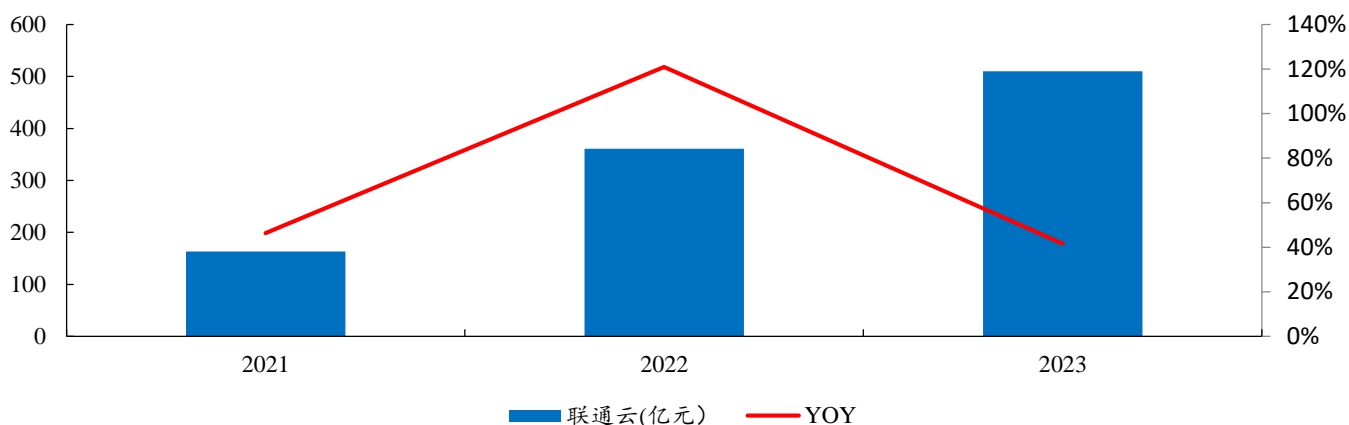


数据来源：中国移动公告、开源证券研究所

图13：2023年天翼云营收快速增长（亿元）

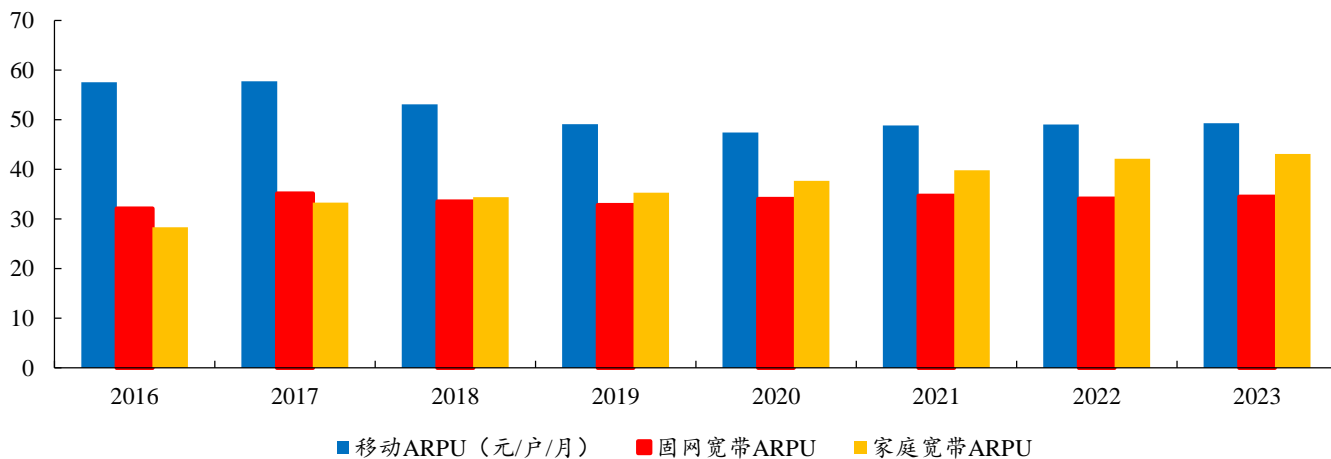


数据来源：中国电信公告、开源证券研究所

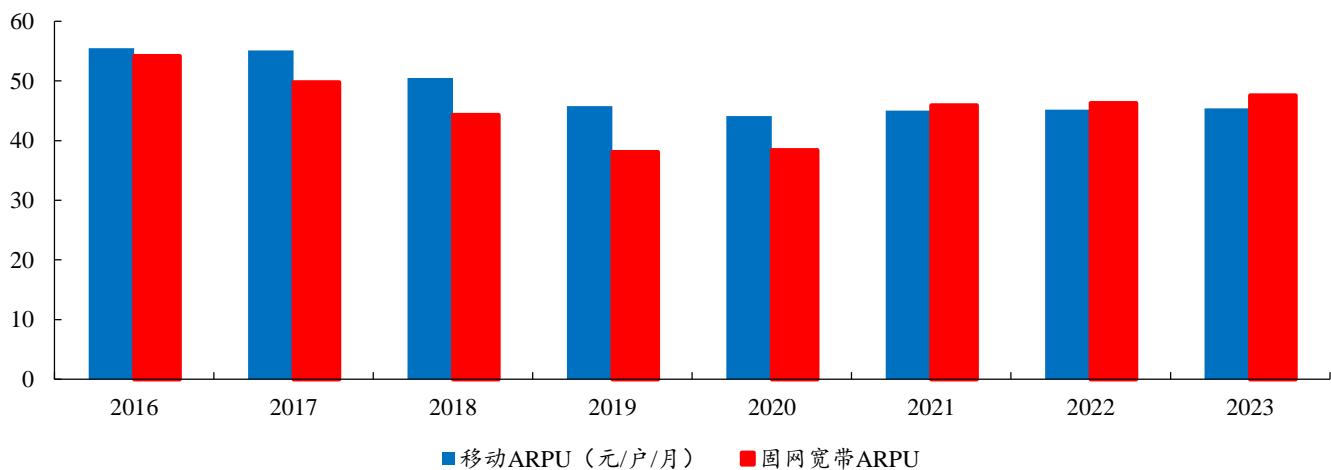
**图14：2023年联通云营收稳健增长（亿元）**


数据来源：中国联通公告、开源证券研究所

### 2.3.2、运营商：中国移动、中国电信、中国联通 ARPU 值

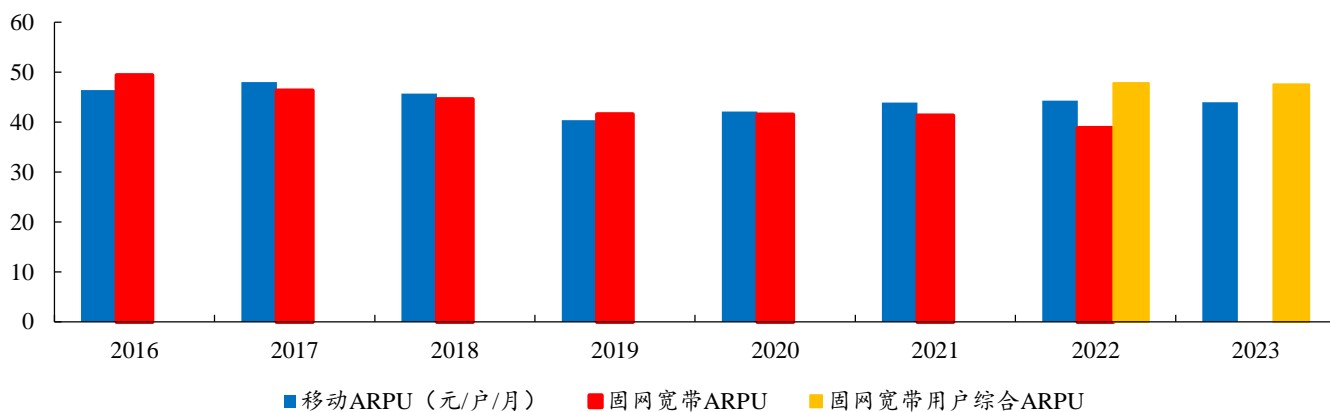
**图15：2023年中国移动 ARPU 值稳步提升（元/户/月）**


数据来源：中国移动公告、开源证券研究所

**图16：2023年中国电信 ARPU 值稳步提升（元/户/月）**


数据来源：中国电信公告、开源证券研究所

图17: 2023年中国联通 ARPU 值略有减少 (元/户/月)



数据来源: 中国联通公告、开源证券研究所

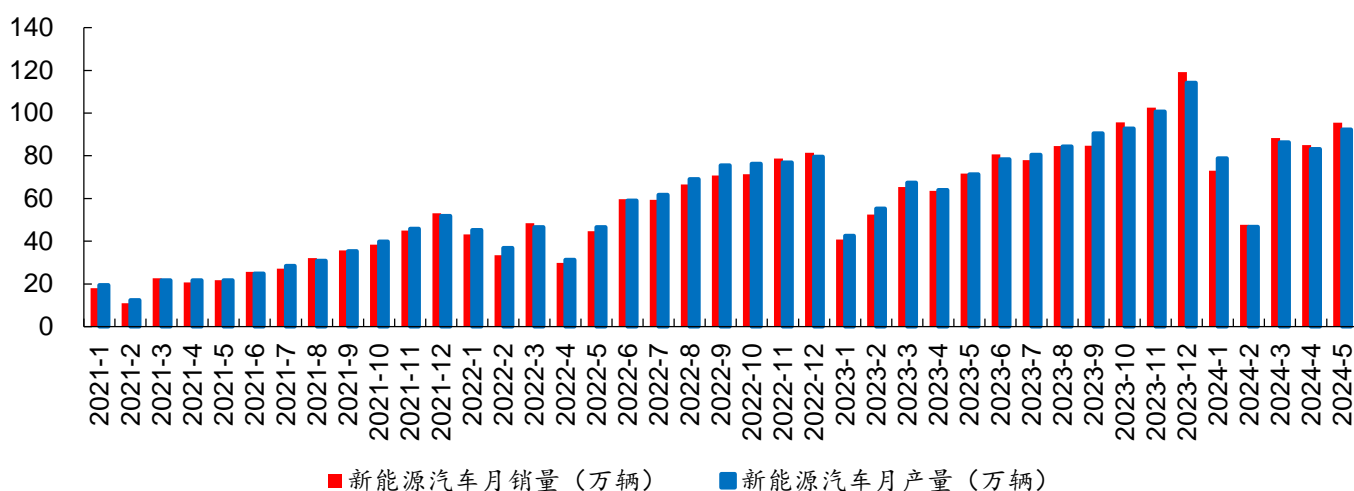
## 2.4、新能源汽车：2024年5月我国新能源汽车市占率达39.51%

(1) 2024年5月，我国新能源汽车月产量为92.2万辆，月销量为95.49万辆，同比分别增长29.31%和33.18%，市场占有率达39.51%；2023年，新能源汽车产销分别达941.4万辆和939.11万辆，同比分别增长33.38%和36.36%，市场占有率达31.26%。

(2) 截至目前，比亚迪、埃安、小鹏、理想、蔚来等公布了2024年5月新能源车销量数据，比亚迪、埃安、小鹏、理想、蔚来5月新能源汽车销量为33.18万辆、3.71万辆、1.01万辆、3.50万辆、2.05万辆，同比增速分别为38.13%、-17.45%、35.17%、23.85%、233.78%。

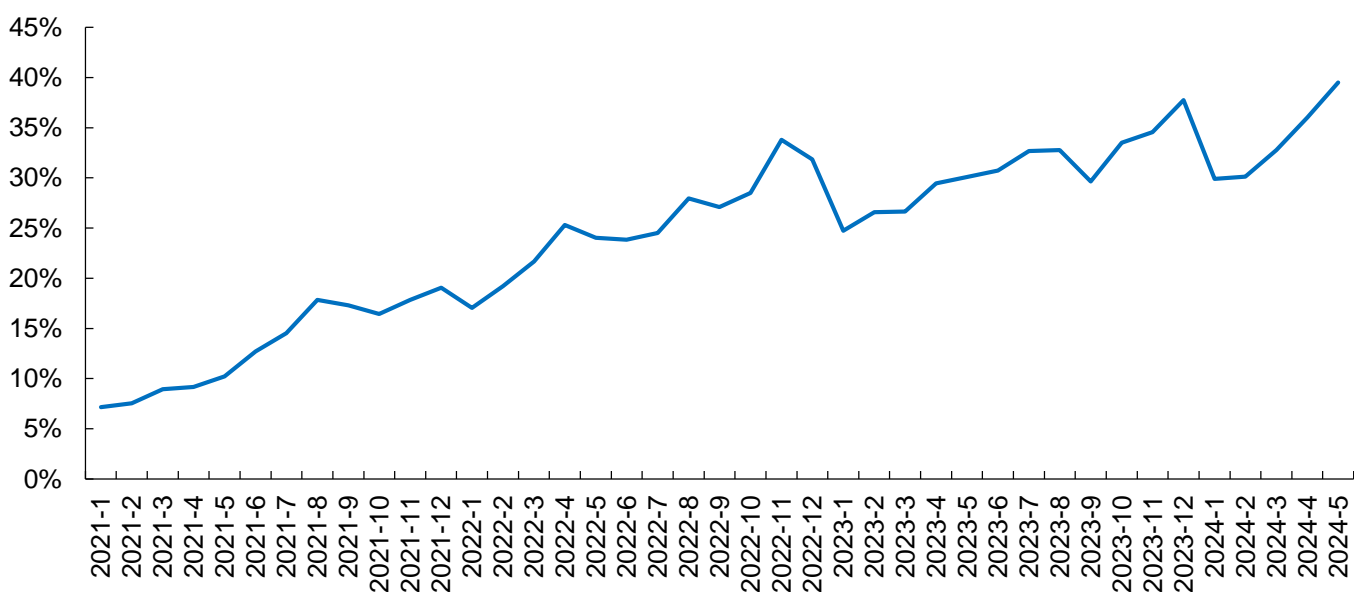
### 2.4.1、新能源汽车：我国新能源汽车月销量和渗透率

图18：2024年5月我国新能源汽车产销分别为92.2万辆和95.49万辆



数据来源：Wind、开源证券研究所

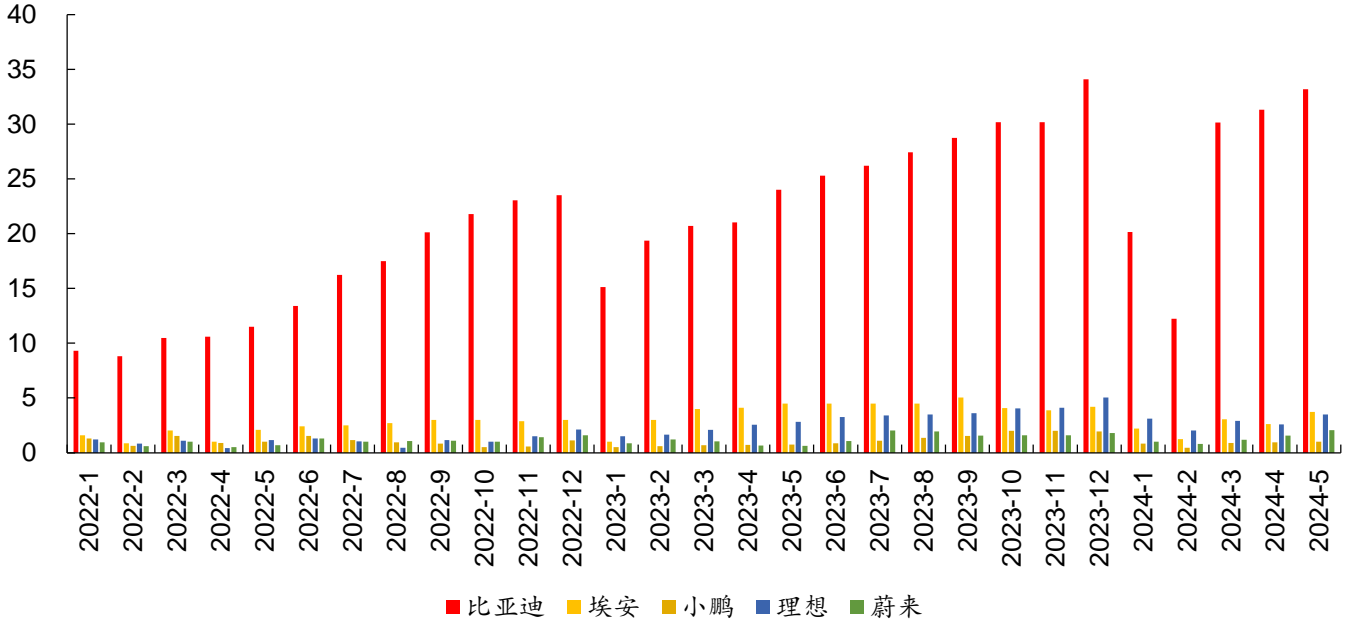
图19：我国新能源汽车市占率呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

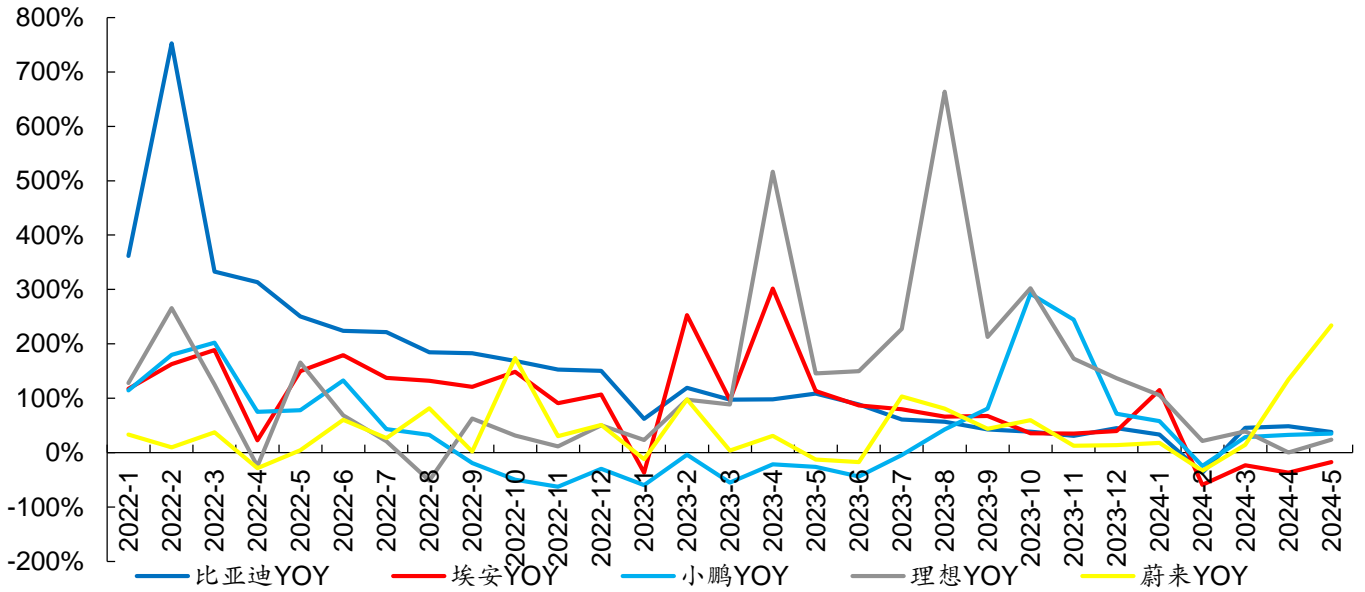
## 2.4.2、新能源汽车：新能源车企月度销量和同比增速

图20：我国新能源车企5月销量有所增长（万辆）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：新能源车企5月销量同比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

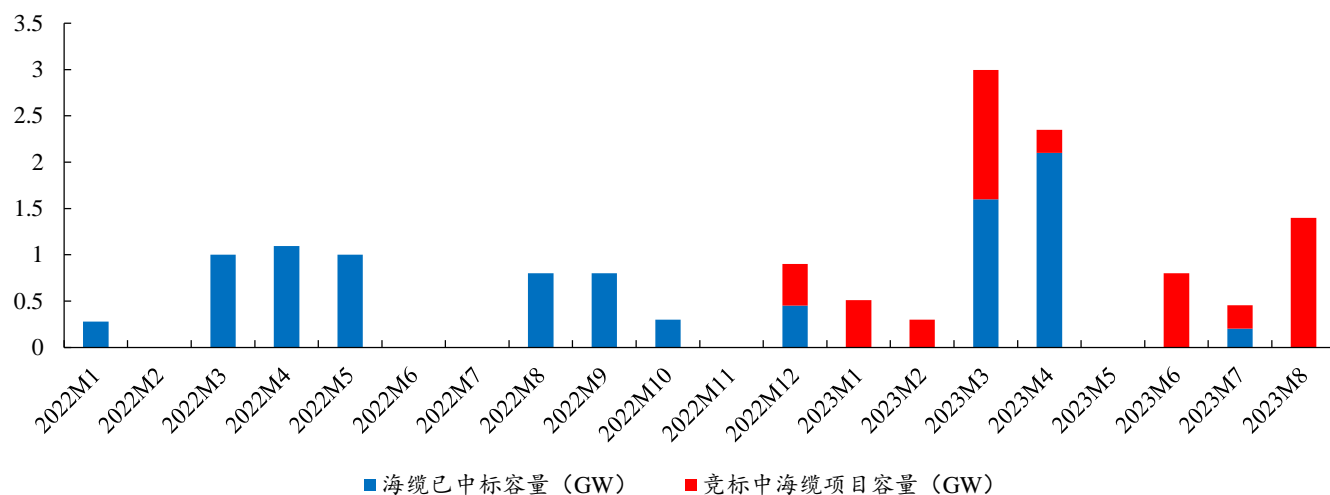
## 2.5、海缆：2023年8月我国海缆已招标19.19GW

(1) 截至2023年8月末，国内“十四五”已招标34个海缆项目，合计容量19.19GW。已中标26个项目，合计16.05GW。

(2) 纵向看，2021年，海缆招标合计4个项目，合计4.21GW。2022年，海缆招标合计15个项目，合计6.17GW，中标合计14个项目，合计5.72GW。截至2023年8月末，2023年海缆招标合计15个项目，合计8.81GW。

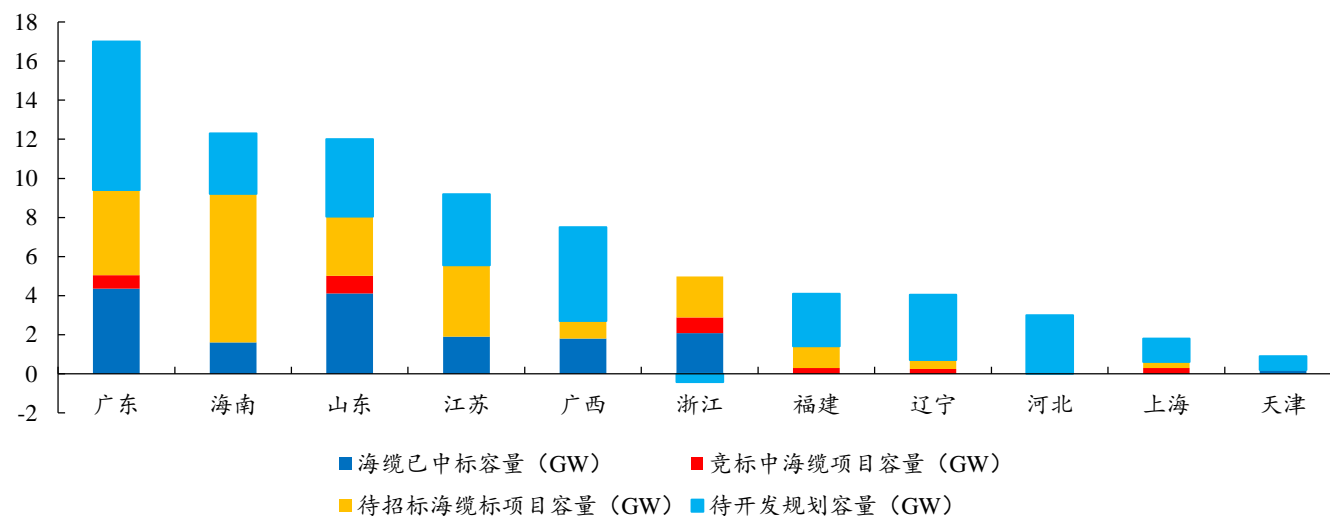
(3) 横向看，总量上，国内“十四五”已中标量占招标量83.60%，占已公开项目容量37.57%，占规划量21.03%。地区上，规划量占总规划量，广东最高，22.28%；公开项目量占规划量，浙江最高，109.45%；招标量占公开项目量，天津最高，100%；中标量占公开项目量，天津最高，100%；中标量占招标量，海南、广西、天津和江苏达100%。

图22：截至2023年8月我国海缆已招标19.19GW



数据来源：Wind、开源证券研究所，备注：数据更新截至2023年8月末。

图23：海缆招标规划量占总规划量上广东最高



数据来源：Wind、开源证券研究所，备注：数据更新截至2023年8月末。

### 3、风险提示

#### (1) 5G 建设不及预期

若运营商资本开支和 5G 建设不及预期，会影响到整个 5G 产业链的推进，车联网、工业互联网等 5G 应用的发展或将低于预期，从而影响到相关公司业绩。

#### (2) AI 发展不及预期

若 AI 发展不及预期，将影响到 IDC、服务器、交换机、光模块、光器件、光纤光缆、液冷温控等细分产业发展，从而影响到相关公司业绩。

#### (3) 中美贸易摩擦

若中美贸易摩擦加剧，会影响到相关产业的推进。



### 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

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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。

## 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”）的机构或个人客户（以下简称“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，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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