

➤ 11月18日 Rokid 召开 AI 眼镜新品发布会，后续亿道和小米等也将陆续接力。无论是美股的 AI 应用，还是 A 股的 AI 终端，都是目前备受市场关注的方向。我们在此总结梳理对此思考，并展望产业发展如下：

➤ **海外 AI 应用浪潮之始，AI 终端有何不同：**前期美股科技显著分化，软硬切换的趋势较为明显。我们认为，B 端的商业场景相对简洁，训练数据集更为简约，且同类赛道的场景具备可复制性。**所以美股 AI 应用是 ToB 先行，而 A 股的 AI 终端集中于 ToC。**其中有雷朋&Meta 眼镜优秀的案例，其自带的摄像头可拍摄、识别及翻译，与用户语音交互，搭载 Llama 模型后二代产品销量快速增长；也有用户体验较为平淡的产品，如 Ola 豆包耳机，发售至今天猫旗舰店销量仅有 3000+，只能实现基础对话，无法调用系统功能、支持第三方 APP。**我们认为，最终的产品销量取决于用户实际体验，AI 终端是否深耕应用场景解决用户刚需。并非所有终端只要挂上 AI 的名字、搭载 AI 功能，就可以热销。**

➤ **有何值得期待：**梳理 AI 眼镜新品发布节奏，近期有不少新品值得期待。可分为 AR 品牌和手机厂两类来看：**1) AR 品牌：**11月18日，Rokid 发布新品，除了常见的 AI 拍照、识别等功能外，更协同支付宝，实现了摄像头扫描、用自然语言支付的功能。11月29日，影目发布两款 AI+AR 智能眼镜：INMO AIR3 和 INMO GO 2。**2) 手机厂：**根据 36 氪报道，小米预计于 25Q2 发布 AI 眼镜，全面对标 Meta Ray-ban，搭载 AI 功能、音频耳机/摄像头模块。根据 Wellsen XR Research 报道，三星预计 25Q3 发布其首款 AI 智能眼镜，搭载 AR1、支持 Gemini 模型，初步计划生产 50 万台。

➤ **SoC 是影响 AI 终端体验的硬件核心：2C 场景端，“普适性+性价比”是主要逻辑。**2C 的 AI 终端硬件不会作为算力终端，仅需满足部分定向的端侧需求，因此 SoC 方案需主要解决低功耗、兼具连接能力、芯片处理能力等核心问题。以 AI 眼镜为例，目前主流的 SOC 方案有三种：1) 高通 XR、AR 系列芯片，2) 手表方案移植，3) SOC+外挂 ISP 方案。**2B 场景端，计算推理能力为王，多核异构（CPU+GPU+NPU）将成为主流方案。**

➤ **怎么看 AI 终端的未来：**

1) **价值量提升：**与早先的消费电子创新，如 TWS 耳机对比，AI 终端是系统级产品，需适配诸多应用+AI 大模型+多元化交互方式，产品形态的升级演进有个渐进迭代的过程。但优点在于，一旦用户体验成熟，带来便利解决刚需，用户的付费意愿更强。**我们认为，AI 终端的定价=硬件成本+AI 体验，有更高附加值，可以打开品牌厂商的利润天花板。**

2) **交互体验：**当下的 AI 终端产品，从前期的智谱、荣耀手机，到近期的 Rokid 眼镜，均主打语音交互，解放双手，未来还将结合手势识别等功能，进一步革新交互体验。我们认为，**未来手机的定位将转向随身的算力终端，其交互过程可更多通过 AI 硬件实现。**即：  
①通过 AI 眼镜摄像头，实现“所见即所得”；②通过麦克风，实现“所言即所行”。

3) **产业链生态：**我们认为当前的 AI 终端可类比十年前的智能机。2012-2015 年间，4G 通信落地催生移动互联网等全新需求。传统国产智能机四强“中华酷联”，遭遇 OPPO、vivo、小米等新“玩家”的挑战，行业加速洗牌。而后伴随诺基亚、乐视、金立等厂商出局，行业格局才趋于稳定。而当下，AI 赋能加速智能终端崛起，类比智能机产业的格局演变，**我们看好未来双线并行的市场格局。**即品牌厂商自研硬件+大模型；白牌厂商则采用公版方案配合第三方模型，各自占据目标市场。

➤ **投资建议：**AI 大模型的崛起，再次掀起了新一轮的智能终端浪潮。不仅有雷朋&Meta 现象级产品，三星、小米、苹果等众多硬件厂商也在伺机而动。上述新品发布催化剂密集，我们也将持续关注。**具体到标的，建议关注：**1) 品牌：小米集团、漫步者、国光电器、亿道信息等；2) 代工：歌尔股份、天键股份；3) SOC：恒玄科技、瑞芯微、晶晨股份、乐鑫科技；4) 光学：舜宇光学、水晶光电、蓝特光学、宇瞳光学；5) 声学：敏芯股份、共达电声；6) 配镜：博士眼镜。

➤ **风险提示：**AR 光学方案更迭不及预期、创新不及预期、销量不及预期、汇率波动。

### 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
002241.SZ	歌尔股份	25.61	0.32	0.79	1.12	80	32	23	推荐
002045.SZ	国光电器	18.80	0.63	0.66	0.81	30	28	23	推荐
1810.HK	小米集团	27.20	0.70	0.79	0.92	39	34	30	推荐
688608.SH	恒玄科技	257.99	1.03	3.36	5.12	250	77	50	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 12 月 3 日收盘价；1 人民币=1.07 港元）

推荐

维持评级



分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

### 相关研究

1. 利基型存储深度报告：供需拐点已至，国产厂商百花齐放-2024/11/23
2. 电子行业动态：体验之 Apple Intelligence VS 智谱 GLM-2024/11/20
3. 半导体行业周报：国产替代的脊梁-2024/11/11
4. 电子行业点评：云商资本开支稳步增长，算力需求持续旺盛-2024/11/08
5. 电子行业点评：小米 15 系列首发 AI OS，SU7 Ultra 定义高端电动超跑-2024/10/31

# 目录

<b>1 AI 眼镜元年开启</b> .....	<b>3</b>
1.1 AI 应用浪潮之始 .....	3
1.2 AI 终端有何不同 .....	3
1.3 有何值得期待.....	4
1.4 影响 AI 终端体验的核心环节——SoC 的方案趋势.....	6
1.5 AI 终端的未来.....	8
<b>2 投资建议</b> .....	<b>11</b>
<b>3 风险提示</b> .....	<b>12</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>13</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>13</b>

# 1 AI 眼镜元年开启

近期，无论是美股的 AI 应用，还是 A 股的 AI 终端，都是备受市场关注的方向。我们在此总结梳理对此的思考，并展望产业发展如下：

## 1.1 AI 应用浪潮之始

最近一个月美股科技显著分化，软硬切换的趋势较为明显。AI 云端硬件开始回调，但是诸多深耕 ToB 垂类场景的软件应用公司持续大涨。如 AI+游戏广告的 AppLovin、AI+办公（CRM 系统）的 Salesforce 等公司借由 AI 赋能打通商业模式，带来增量收入，带动股价上涨。

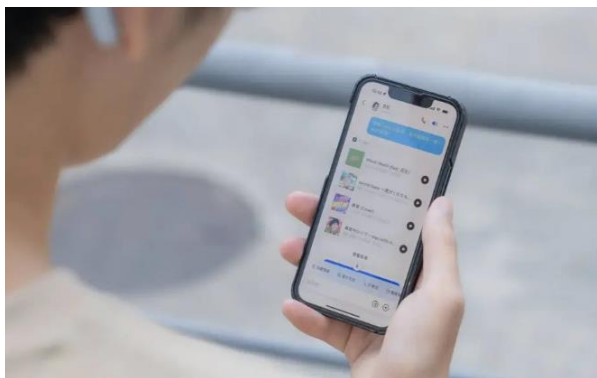
以 AppLovin 为例，其 24Q3 营收同比增长 39%，大幅优于市场预期的 5.9%，同时净利润同比增长 300%。这一超预期业绩主要在于其 AI 广告引擎模型 Axon2.0 带来广告匹配效率提升，通过“千人千面”且更加精准的广告投放构建了公司的核心竞争力。我们认为，B 端的商业场景相对简洁，训练数据集更为简约，且同类赛道的场景具备可复制性。所以美股 AI 应用是 ToB 先行。

## 1.2 AI 终端有何不同

与北美的 ToB 应用浪潮不同，A 股的 AI 终端则是 ToC。其中有雷朋&Meta 眼镜优秀的案例，也有类似 Ola 字节耳机等用户体验不及预期、“叫好不叫座”的产品，具体来看：

- ① **二代雷朋&Meta 眼镜使用表现较好：**该 AI 眼镜自带的摄像头可以拍摄、识别及翻译外部物体，并与用户进行语音交互。初代产品在两年的全生命周期中，只卖出了 30 万台。而二代眼镜 2023 年 9 月推出后，一个季度就卖出 30 万台，且销量增幅稳定；此外，在今年 4 月搭载 Llama 模型后，根据 VR 陀螺数据，截至 24H1，眼镜累计出货量超 100 万台。
- ② **Ola 豆包耳机使用表现则不及预期：**截至 11 月 28 日，Ola 的淘宝天猫旗舰店销量显示仅有 3000+。我们实际购机后的体验较为平淡，耳机的 AI 功能只能实现基础对话、无法调用系统功能，如定闹钟，更无法支持第三方 APP。

图1：用户与 Ola 耳机交互展示



资料来源：ifanr 公众号，民生证券研究院

图2：用户与 Meta AI 界面对话框



资料来源：前方智能，民生证券研究院

可见 AI 终端也并未解决一切的良药，也有用户体验不及预期的可能性存在。我们认为，并非所有终端只要挂上了 AI 的名字、搭载了 AI 的功能，就可以热销。最终的产品销量取决于用户的实际体验，AI 终端是否深耕应用场景，解决用户的刚需，而不是为了 AI 而 AI。

### 1.3 有何值得期待

2023 年 9 月，雷朋联合 Meta 推出 Ray-Ban 智能眼镜，该产品在刚推出时也具备语音助手功能，但 24 年 Meta AI 的加入让这一产品成为炙手可热的 AI 硬件；根据 VR 陀螺数据，截至 24 年 10 月，该眼镜已在全球销售超 100 万副。我们认为这一产品的成功主要来源于佩戴舒适性的提升和对应用场景覆盖度的增加。

Ray-Ban 眼镜的成功为行业提供了一条 AI 落地硬件的全新思路，也验证了市场需求，由于 Ray-Ban 的 AI 功能无法进入中国，国内 AI 眼镜行业有一定市场空缺，因此近期国内各软硬件大厂纷纷开始布局和评估 AI 眼镜项目。

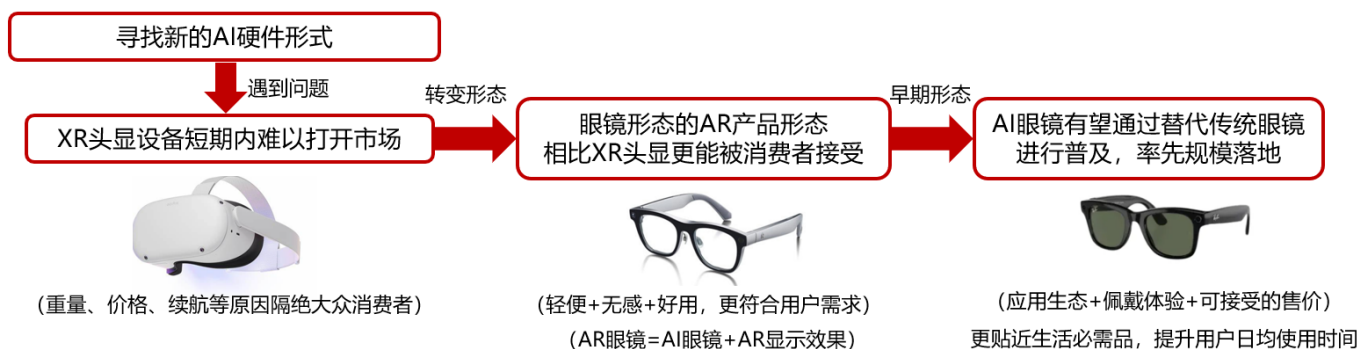
图3: AI 眼镜发布日程表

2024年9月-12月				NEXT		
9月	10月	11月	12月	1Q-2Q25	3Q25-4Q25	26年
<b>Meta</b> AR眼镜模型机, 代号Orin, 9月25日发布 <b>Ray-Ban</b> 24年4月, 雷朋&Meta 眼镜接入AI模型 <b>Apple</b>  <b>Snap Inc.</b> AR眼镜, 9月18日发布	    	   	 			
<b>Rokid</b> AR眼镜, Rokid Glasses, 11月18日发布 <b>雷鸟创新</b> AI眼镜, 代号V3, 预计12月份发布 <b>影目</b> ①AI眼镜开放平台, 11月7日发布; ②AR眼镜, INMO Air 3&Go 2, 11月29日发布 <b>XREAL</b> <b>李未可</b> <b>百度</b> AI眼镜, 小度AI眼镜, 11月12日发布 <b>小米</b> AI眼镜, 预计25Q2发布, 预估出货量30w+ <b>魅族</b> AR眼镜, StarV Air 2, 9月25日发布 <b>SAMSUNG</b> 三星 AI眼镜, 预计25Q3发布						

资料来源: 各公司官网, 映维网等, 民生证券研究院整理

我们认为 2025 年有望成为 AI 眼镜元年。回顾市场就 AI 眼镜这一产品形态达成共识的过程, 我们认为经历了以下几个阶段: ①寻找新的 AI 硬件; ②XR 头显设备短期内难以打开市场, AI 加持只是锦上添花而非雪中送炭; ③眼镜形态的 AR 产品由于较为轻便更易为消费者接受; ④AI 眼镜是更为早期的智能眼镜形态, 其叠加 AR 显示效果即为 AR 眼镜, AI 眼镜可通过替代传统眼镜进行普及, 有望率先规模落地。

图4: 市场就 AI 眼镜产品形态达成共识经历的四个阶段



资料来源: 民生证券研究院整理

从软硬件两个维度分析, 在 AI 眼镜的硬件储备方面, 由于前期 AR 眼镜产品已经发展了一段时间, 因此硬件储备相对较为充足, 目前主要变化在于传统眼镜厂商开始加入进来, 眼镜渠道 (销售/验光)、眼镜品类的 know-how 等对于各大软

硬件厂商来说都是一场全新的大考，需要有大量眼镜行业的经验托举，率先指明这条路径的正是 Meta 的 Ray-Ban，由此，诸多 AI 眼镜创业公司开始积极寻求与国内外老牌眼镜/太阳镜品牌合作，如小米生态链企业蜂巢科技旗下 AI 眼镜品牌“界环”先后与宝视达、宝岛眼镜等眼镜连锁品牌合作；AR 厂商 Rokid、Xreal 也有望与暴龙眼镜、Gentle Monster 合作；AI 眼镜新秀“闪极”则是与中国香港快时尚眼镜品牌 LOHO 合作。在 AI 眼镜的软件储备方面，许多厂商在过去一年已经提前做好了准备。纵观手机厂商们近来的发布会，基本都重构了操作系统、语音交互范式，从底层打通与多模态模型、AI 应用的兼容，这些也正是 AI 眼镜上不可或缺的软件体系。当下 OPPO、vivo 及苹果也均在评估 AI 眼镜项目；大模型厂商这边，随着更强调 AI 性能的 AI 眼镜成为独立产品形态，百度、腾讯、字节等厂商也开始密集和供应链厂商交流，寻找硬件合伙人。

梳理 AI 眼镜新品发布节奏，近期有不少新品值得期待。可分为 AR 品牌和手机厂两类来看：**1) AR 品牌**：11 月 18 日，Rokid 发布新品，除了常见的 AI 拍照、识别等功能外，更协同支付宝，实现了摄像头扫描、用自然语言支付的功能。此外，11 月 29 日，影目科技举办新品发布会，发布两款一体式 AI+AR 智能眼镜：INMO AIR3 和 INMO GO 2。**2) 手机厂**：根据 36 氪报道，小米预计于 25Q2 发布 AI 眼镜，全面对标 Meta Ray-ban，搭载 AI 功能、音频耳机/摄像头模块。根据 Wellsen XR Research 报道，三星预计 25Q3 发布其首款 AI 智能眼镜，搭载 AR1、支持 Gemini 模型，初步计划生产 50 万台。

## 1.4 影响 AI 终端体验的核心环节——SoC 的方案趋势

### 1.4.1 2C 场景端，“普适应+性价比”是主要逻辑

消费电子主打用户体验，因此 2C 的 AI 终端硬件不会作为算力终端，仅需满足部分定向的端侧需求，例如提升基础功能、长续航、低功耗等。

在 AI 可穿戴设备领域，我们观察到：

**AI 可穿戴设备在用“普适应+价格”的逻辑打造亮点产品。**当前的可穿戴设备具备广大使用基础：2023 年全球品牌 TWS 耳机年销量约 3 亿对；2023 年手表/手环年销量预计达 1.86 亿只；2023 年中国戴眼镜人群接近 7 亿。在广阔的潜在市场需求下，若 AI 设备的价格可下沉至千元甚至百元级别，配备稳定的 AI 体验，则有望打造新的现象级产品。

**AI 眼镜等硬件 SOC 需求同源，但路径未定，国产厂商大有可为。**当下，AI 眼镜等设备仍属于轻量级产品，硬件结构较为简单，其中 SoC 成为影响功能体验和成本的关键因素。

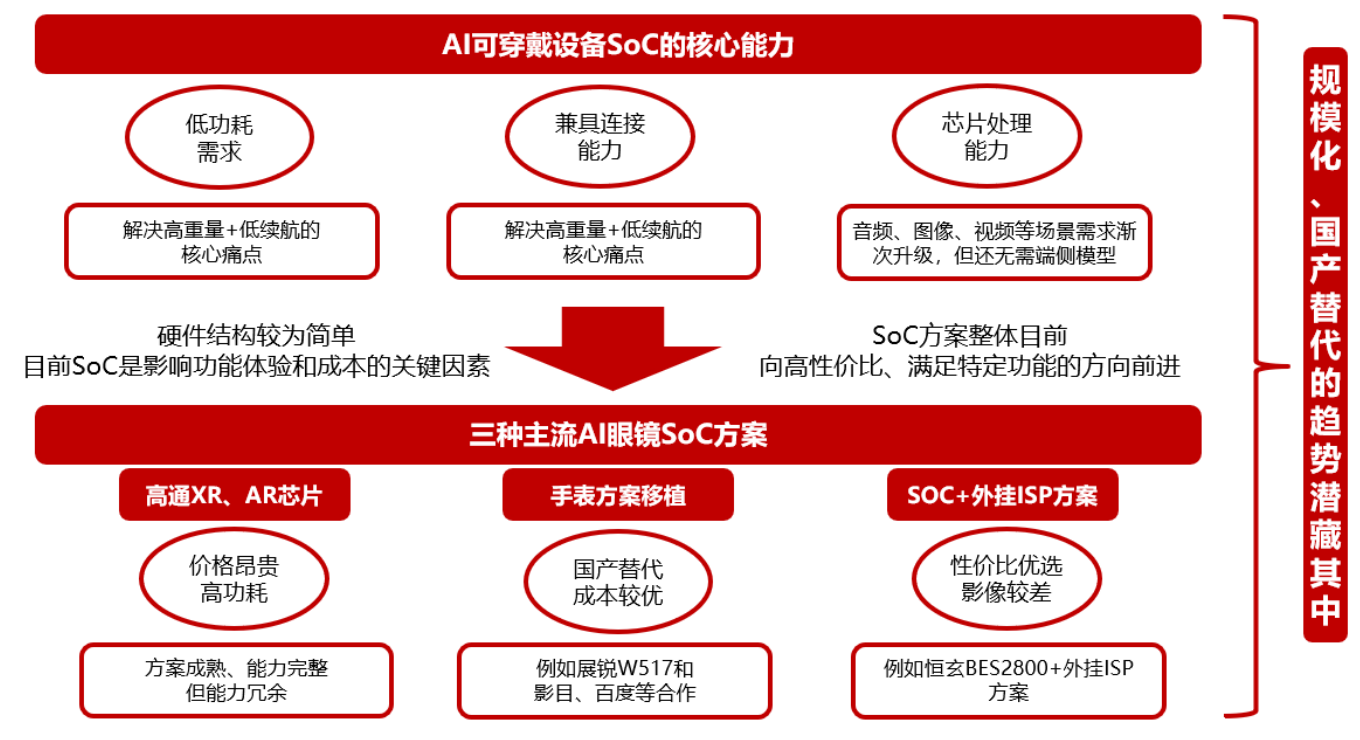
**当下可穿戴 SOC 的核心能力具备共性**：1) 低功耗。解决高重量+低续航的核

心痛点；2) 具备连接能力。蓝牙+WiFi 集成是趋势，部分需求蜂窝能力；3) 芯片处理能力。根据音频、图像、视频等应用场景需求渐次升级，但尚不需要运行端侧模型。

以 AI 眼镜为例，目前主流的 SOC 方案有三种：**1) 高通 XR、AR 系列芯片**：方案成熟、能力完整但冗余，且价格昂贵；Rayban-Meta 搭载的高通 AR1 Gen1 芯片成本约 55 美金，占眼镜硬件综合成本 34%。**2) 手表方案移植**：如展锐 W517 和影目等合作；**3) SOC+外挂 ISP 方案**：目前性价比优选方案，例如恒玄的 BES2800+外挂 ISP 方案，成本较优，但影像调教仍有空间。

国产 SoC 可依靠国内成熟的硬件供应链生态，**凭借优秀的性能+低成本方案，迅速推进国产替代的行业逻辑。**

图5：AI 可穿戴设备的 SoC 趋势



资料来源：民生证券研究院整理

在 AI 玩具领域，我们观察到：

AI 玩具背后潜在广阔的长尾市场。AI 玩具为“万物皆可 AI”提供优秀样本。玩具外壳+内嵌“魔匣”即可获得基于大模型的 AI 硬件，为大模型落地变现提供合理方案。其中，SOC 只需提供“联网上云+语音交互”的功能，旨在以低成本获得优秀的 AI 体验。

### 1.4.2 2B 场景端，计算推理能力为王

**2B+端侧部署模型，未来 AI 硬件的下一阶段。**以上的各种 C 端场景只是 AI 硬件落地的第一阶段，但在特定应用中的“时延、隐私、断网、续航”等等问题仍然是 AI 体验的核心痛点，因此 2B 场景仍然存在广大 AI 硬件落地需求，在此场景下或需本地部署模型，因此通常需要 SOC 具备更强大的推理计算能力，多核异构（CPU+GPU+NPU）是主流方案。

## 1.5 AI 终端的未来

展望未来，我们认为 AI 终端在渗透率快速提升，品牌风起云涌之余，还有三种值得注意的趋势变化：

**1) 价值量提升：**与早先的消费电子创新，如 TWS 耳机对比，AI 终端是系统级产品，需适配诸多应用+AI 大模型+多元化交互方式，产品形态的升级演进有个渐进迭代的过程，不会一蹴而就。但优点在于，一旦用户体验成熟，带来便利解决刚需，用户的付费意愿更强。

我们认为，**AI 终端的定价=硬件成本+AI 体验，有更高附加值，可以打开品牌厂商的利润天花板。**

**2) 交互体验：**当下的 AI 终端产品，从前期发布的智谱、荣耀手机，到近期发布的 Rokid 眼镜，均主打语音交互，极大程度地解放双手，未来还将结合手势识别等功能，进一步革新交互体验。我们认为，**未来手机的定位将转向随身的算力终端，其交互过程可更多通过 AI 硬件实现。**

即：①通过 AI 眼镜的摄像头，实现“所见即所得”；②通过麦克风，实现“所言即所行”；③未来的 AR 眼镜，则可进一步的解放手机屏幕，重构消费电子的交互逻辑。

图6：未来消费电子的交互方式有望被重构

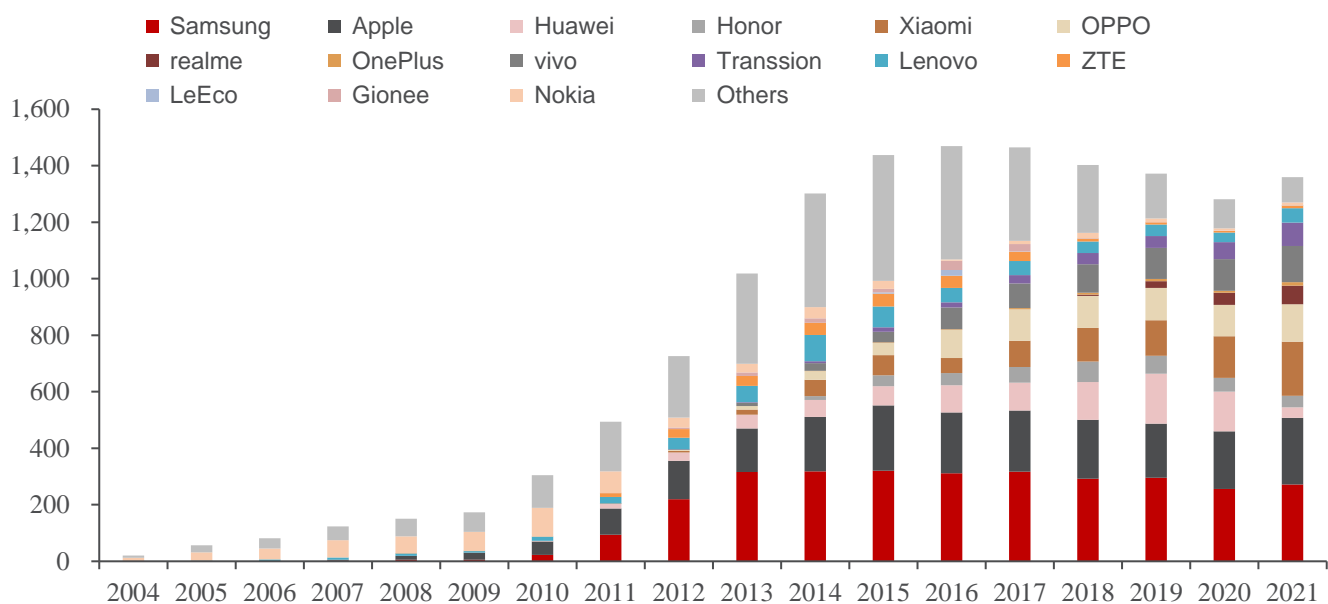


资料来源：民生证券研究院整理



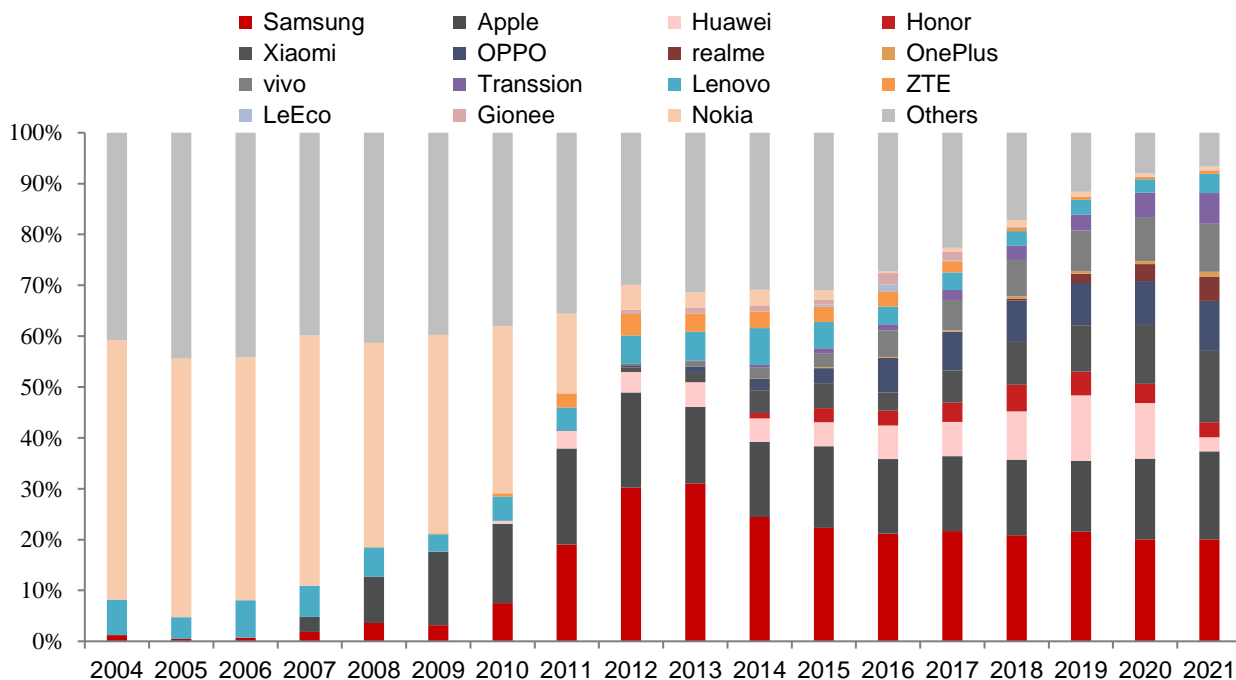
**3) 产业链生态: 我们认为当前的 AI 终端可类比十年前的智能机。**2012-2015 年间, 4G 通信落地催生移动互联网等全新需求。传统国产智能机四强“中华酷联”, 遭遇 OPPO、vivo、小米等新“玩家”的挑战, 行业加速洗牌。而后伴随诺基亚、乐视、金立等厂商出局, 行业格局才趋于稳定。

图7: 2004-2021 全球智能机销量 (百万台)



资料来源: IDC, 民生证券研究院整理

图8: 2004-2021 全球智能机份额



资料来源: IDC, 民生证券研究院整理

在这四年期间，智能手机产品形态逐步稳定，供应链趋于成熟，消费者对于高性价比智能手机的需求，催生出广阔的空白市场。大量科技企业、垂类企业甚至白牌代工厂均正向参与竞争，智能手机进入到百花齐放阶段，推动市场的快速增长。

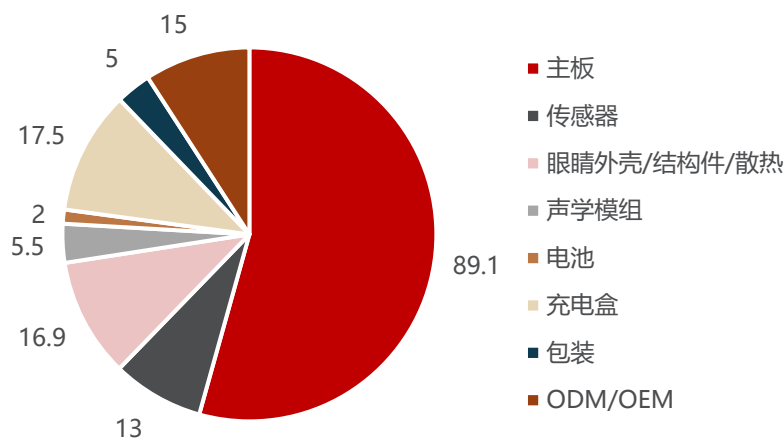
而当下，传统智能终端的格局基本稳定，很多中小厂商和开发者的创造力被释放出来，AI 赋能加速新智能终端崛起，提供了技术创新和差异化竞争的机会。类比智能机产业的格局演变，**我们看好未来双线并行的市场格局，即品牌厂商自研硬件+大模型；白牌厂商则采用公版方案配合第三方模型，各自占据目标市场。**

## 2 投资建议

伴随着 AI 大模型的崛起，AI 与智能眼镜的结合再次掀起了新一轮的智能眼镜浪潮。不仅有雷朋&Meta 现象级产品，三星、小米、苹果等众多硬件厂商也在伺机而动。上述新品发布催化剂密集，其销量跟踪是重中之重，我们也将持续关注。

但无论是 AI 眼镜还是 AR 眼镜，**行业短期受益于终端的品牌效应，带动产品破圈，长期来看，零部件供应链终将受益于销量的快速增长。**具体细拆其成本，以雷朋&Meta 合作眼镜为例，其 164 美金 BOM 成本中：主板（soc 等）占比约为 54%，结构件等占比超过 10%，传感器占比约为 8%。

图9：雷朋&Meta 的 AI 眼镜 BOM 拆分（美元）



资料来源：Wellsenn XR，民生证券研究院

### 具体到标的，建议关注：

1) 品牌：小米集团、漫步者、国光电器、亿道信息等；2) 代工：歌尔股份、天键股份；3) SOC：恒玄科技、瑞芯微、晶晨股份、乐鑫科技；4) 光学：舜宇光学、水晶光电、蓝特光学、宇瞳光学；5) 声学：敏芯股份、共达电声；6) 配镜：博士眼镜。

表1：重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
002241.SZ	歌尔股份	25.61	0.32	0.79	1.12	80	32	23	推荐
002045.SZ	国光电器	18.80	0.63	0.66	0.81	30	28	23	推荐
1810.HK	小米集团-W	27.20	0.70	0.79	0.92	39	34	30	推荐
688608.SH	恒玄科技	257.99	1.03	3.36	5.12	250	77	50	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 12 月 3 日收盘价；1 人民币=1.07 港元）

### 3 风险提示

**1) AR 光学方案更迭不及预期:** 未来成熟的 AR 光学方案应为 Micro LED+光波导, 但是目前主流方案仍未 Micro OLED+自由曲面等, 未来 Micro LED 产品创新更迭若不及预期将影响 AR 行业进程。

**2) 创新不及预期:** 雷朋&Meta 2 代搭载 AI 模型, 供应链对应匹配创新研发, 若终端 AI 创新不及预期, 将对行业内公司有不利影响。

**3) 销量不及预期:** 电子产品销量具有不确定性, 若下游需求不佳, 将对板块公司业绩造成不利影响。

**4) 汇率波动:** 板块部分公司海外业务占比较高, 汇率波动将影响此类公司业绩。

## 插图目录

图 1: 用户与 Ola 耳机交互展示 .....	4
图 2: 用户与 Meta AI 界面对话框 .....	4
图 3: AI 眼镜发布日程表 .....	5
图 4: 市场就 AI 眼镜产品形态达成共识经历的四个阶段 .....	5
图 5: AI 可穿戴设备的 SoC 趋势 .....	7
图 6: 未来消费电子的交互方式有望被重构 .....	8
图 7: 2004-2021 全球智能机销量 (百万台) .....	9
图 8: 2004-2021 全球智能机份额 .....	9
图 9: 雷朋&Meta 的 AI 眼镜 BOM 拆分 (美元) .....	11

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级 .....	1
表 1: 重点公司盈利预测、估值与评级 .....	11

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048