



通信行业研究

买入（维持评级）
行业周报
 证券研究报告

通信组

分析师：张真桢（执业 S1130524060002） 分析师：路璐（执业 S1130524050002）

zhangzhenzhen@gjzq.com.cn

lul@gjzq.com.cn

光模块估值性价比凸显，同时关注交换机与液冷板块

通信周观点：

1) 光模块关税问题引发市场关注，我们认为，参考上一次贸易摩擦情况，增加关税部分将由客户部分承担，总体影响较小，板块估值性价比凸显。2) 字节跳动视频生成模型 PixelDance 已在豆包电脑版正式开启内测，国内 AI 应用有望起量。英伟达涉嫌反垄背景下，国产算力需求广阔，高单价高毛利率的数据中心高速率交换机 2025 年预计将放量，利好国内交换机品牌商及交换机代工企业。3) 近期英伟达 NVL 服务器机架散热问题引发市场高度关注，液冷是下一代服务器主流散热技术，此次散热问题凸显液冷技术高壁垒特点。2025 年英伟达 NVL36/72 机柜将迎来批量出货，当前英伟达服务器的液冷产品主要由海外厂商供应，以英维克为代表的国内厂商正加速出海步伐，未来成长空间广阔。

细分赛道：

光模块：AI 拉动光模块迭代速度，预计 1.6T 光模块将于 2024 年第四季度开始批量出货，并在 2025 年第一季度正式上量。海外云厂商不断加大 AI 方向资本开支，并已明确表示 2025 年资本开支仍将继续增长，利好光模块板块，板块成长性持续凸显，EPS 端有望继续快速提升。同时硅光、CPO、LPO 等新技术新方案推动行业发展。

服务器：英伟达反垄断法背景下，国产 AI 芯片/服务器将加速进入市场；同时 2025 年华为 AI 服务器将迭代更新，有望带动市场需求进一步扩张，利好国内服务器代工厂商。英伟达下一代 GB200 系列服务器预计 2025 年将量产，利好国内英伟达服务器代工企业。

交换机：交换机壁垒较光模块高，AI 加速交换机迭代升级，2025 年将进入 1.6T 时代，高速率交换机占比将持续提升，带来产品均价及毛利率提升，带动行业快速发展。

液冷：AI 行业快速发展加速液冷时代来临。越来越多的主流 IT 设备厂商均已公开表明将加大研发力度并加快液冷产品迭代速度，液冷相关零部件供应商 2025 年起有望迎发展机遇。

核心数据更新：运营商数据维持稳健增长。10 月三家运营商实现营业收入 1626 亿元，同比增长 2.01%；实现新兴业务收入 331 亿元，同比增长 6.77%，占电信业务收入的 20.36%。10 月我国光模块出口数据继续同环比增长，10 月当月同比增长 50.21%，环比增长 5.15%；1-10 月累计同比增长 68.21%。2025 年海外云厂商需求预计持续旺盛，国产厂商有望拿到更多份额。

投资建议与估值

通信板块攻守兼备，海外及国内 AI 发展带来周期中的强成长性。建议关注海外算力市场发展对光模块、服务器代工板块的带动；国内算力市场发展对服务器、交换机、光模块、通信 AI 芯片、液冷板块的带动。

风险提示

AI 商业价值不及预期、技术发展速度不及预期、供应链集中度过高、行业监管加剧、市场竞争加剧的风险。



一、细分行业观点

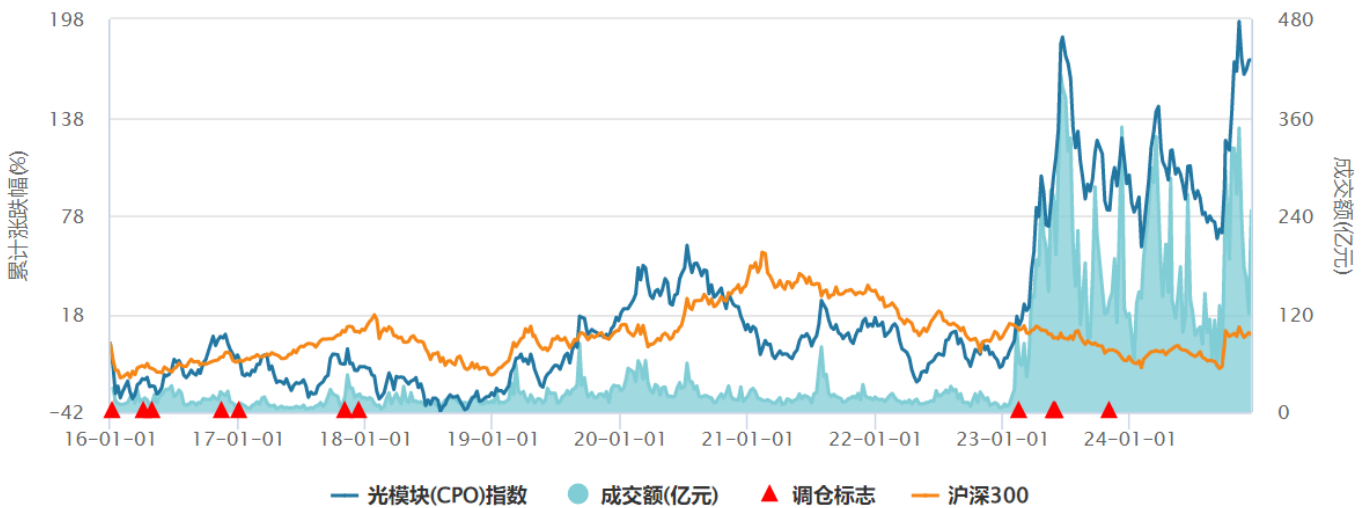
光模块：近日光通信行业市场研究机构 LightCounting 在最新的市场报告中指出，400G 和 800G 以太网光模块的销售继续超出预期。同时 LightCounting 提高了对 2024 年的预测，并对 2025 年给予了非常高的预期。2025 年以太网 800G 光模块需求持续旺盛，1.6T 光模块逐步上量，市场总体需求将进一步增长。

近期光模块关税问题引发市场关注，我们认为，参考上一次贸易摩擦情况，增加关税部分将由客户部分承担，总体影响较小，板块估值性价比凸显。本周光模块指数+0.16%，本月以来，光模块指数+2.20%。

海外大厂资本开支 2025 年将持续增长，AI 投入持续加码，基础设施建设持续进行，GPU 集群正从万卡向十万卡规模拓展。我们预计 AI 相关产业链如光模块等将受到行业发展带动持续快速增长。板块成长性持续凸显，EPS 端有望继续快速提升。

AI 技术的快速发展正在推动光通信行业以更快的速度进行技术创新和产品升级。2024 年 3 月，行业已经开始在展会上重点展示 1.6T 的产品，预计 1.6T 光模块将于 2024 年第四季度开始批量出货，并在 2025 年第一季度正式上量，产品迭代速度已加速至一到两年一代。同时硅光、CPO、LPO 等新技术新方案推动行业发展。前三季度三家光模块龙头公司业绩均实现大幅增长，符合或超越市场预期。国产光模块厂商在本轮 AI 浪潮中深度受益，未来有望凭借相关优势继续引领行业发展，我们预计 2025 年中际旭创有望继续保持行业领先地位，新易盛份额有望再度提升。

图表1：光模块(CPO)指数(8841258.WI)走势



来源：wind，国金证券研究所

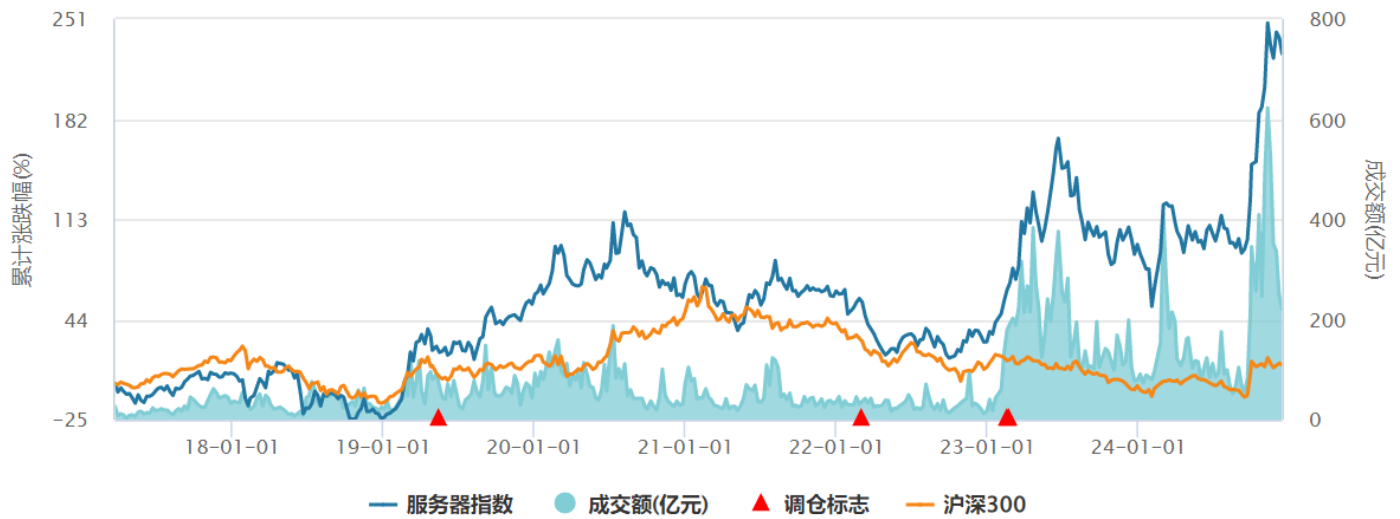
服务器：本周因英伟达公司涉嫌违反《中华人民共和国反垄断法》，市场监管总局依法对英伟达公司开展立案调查。2025 年国内算力需求持续增长，此次英伟达被立案调查预计将为国产芯片厂商留出更大市场空间，明年有望成为国产算力/通信芯片起量起加速度的大年，利好国产服务器代工厂商。本周服务器指数-3.33%，本月以来，服务器指数-4.34%。

根据 Counterpoint Research 发布的《2024 年第二季度全球 AI 服务器市场》报告，2024 年第二季度全球服务器收入达到 454.22 亿美元，比去年增长 35%。AI 服务器现在占 2024 年第二季度所有服务器的近 30%，市场规模超 130 亿美元。中商产业研究院分析师预测，2024 年全球人工智能服务器市场规模将达到 588 亿美元。英伟达下一代 GB200 系列服务器预计 2025 年量产，利好国内代工企业。

在美国芯片禁令背景及英伟达被立案调查下，以华为为首的国产服务器需求将快速增长，同时 2025 年华为 AI 服务器将迭代升级，国产替代进程持续加速。华为服务器需求量的攀升将带动的液冷、连接器需求起量。当前华为 AI 服务器主要由自身及昇腾合作伙伴代工，国内传统服务器代工企业主要与寒武纪、壁仞、海光、昆仑芯等非华为系国产芯片厂商合作，国产服务器需求增长亦将利好各服务器代工厂商。



图表2：服务器指数 (8841058.WI) 走势



来源：wind，国金证券研究所

交换机：观研天下预测，2025 年全球交换机市场规模将达到 438.67 亿美元。交换机壁垒较光模块高，2024 年是 AI 用高端交换机放量的开始，2025 年高速率交换机占比将持续提升。Dell'Oro Group 预计到 2025 年 800G 交换端口采用率有望超过 400G 数据中心交换端口，将占数据中心交换机端口的 25% 以上；到 2027 年，近一半的数据中心交换机端口将由 400 Gbps 及更高速度驱动。高速率交换机占比提升将带来产品均价提升、毛利率提升。

交换芯片：英伟达官宣未来将采用以太网交换机组网方式，预计以太网交换机在 AI 领域商用进程加速，国内交换机厂商进入交换机领域格局打开。目前国内商用以太网交换芯片行业集中度较高。根据灼识咨询数据，中国商用以太网交换芯片市场以销售额口径统计，博通、美满和瑞昱分别以 61.7%、20.0% 和 16.1% 的市占率排名前三位，前三名供应商合计占据了 97.8% 的市场份额。盛科通信以 1.6% 的市场份额排名第四，在中国商用以太网交换芯片市场的境内厂商中排名第一。当前我国交换芯片国产化率较低，但国产交换机芯片技术实力已开始向海外看齐，国产替代逻辑加强，未来空间广阔。

服务器液冷：近期英伟达 NVL 服务器机架散热问题引发市场高度关注，液冷是下一代服务器主流散热技术，此次散热问题凸显液冷技术高壁垒特点。NVL 机柜内液冷部件涵盖冷板、快速接头、Manifold；机柜外存在 CDU、二次侧管路、冷却塔等产品需求。液冷技术壁垒高，单千瓦价值量高，2025 年英伟达 NVL36/72 机柜将迎来批量出货，液冷市场空间广阔。当前英伟达服务器的液冷产品主要由海外供应商供应，以英维克为代表的国内厂商正加速出海步伐，未来成长空间广阔。

AI 行业快速发展加速液冷时代来临。高算力应用场景不断涌现，AI 芯片迭代加速，芯片功耗逐代提升；数据中心单机柜功率密度将持续上升，预计到 2025 年单机柜功率密度将向 20kW 演进，AI 行业快速发展有望加速这一演进速度。液冷可以显著降低数据中心 PUE，目前液冷方案中，冷板式是我国最早采用的液冷方式，成熟度较高，由于价格相对较低、可改装、对服务器自身要求较低等优势占据主导地位。IDC 预计，2023-2028 年，中国液冷服务器市场年复合增长率将达到 45.8%，2028 年市场规模将达到 102 亿美元。越来越多的主流 IT 设备厂商均已公开表明将加大研发力度并加快液冷产品迭代速度，液冷相关零部件供应商 2025 年起有望迎发展机遇。

推荐标的：中际旭创、天孚通信、工业富联、英维克、意华股份

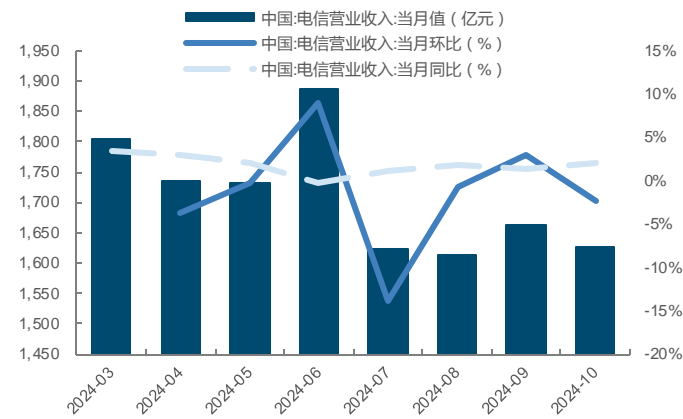
二、核心数据更新

运营商：运营商数据维持稳健增长

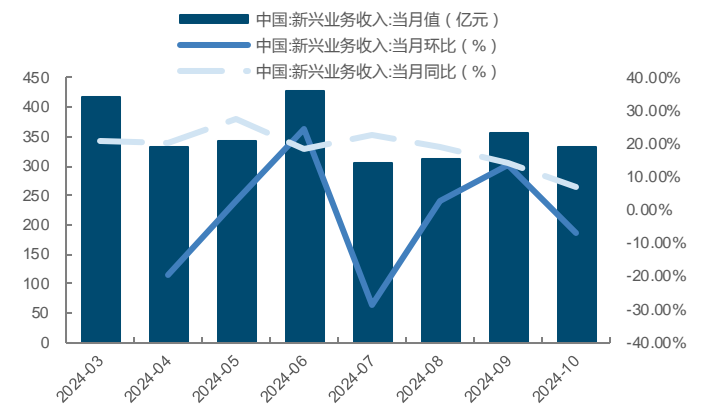
10 月三家运营商实现营业收入 1626 亿元，同比增长 2.01%，环比下降 2.28%，环比下降主要为季节因素。三家基础电信企业积极发展 IPTV、互联网数据中心、大数据、云计算、物联网等新兴业务，10 月共完成业务收入 331 亿元，同比增长 6.77%，占电信业务收入的 20.36%，环比下降 6.76%，环比下降主要为季节因素。



图表3: 10月电信业务收入同比增长2.01%



图表4: 10月新兴业务收入同比增长6.77%

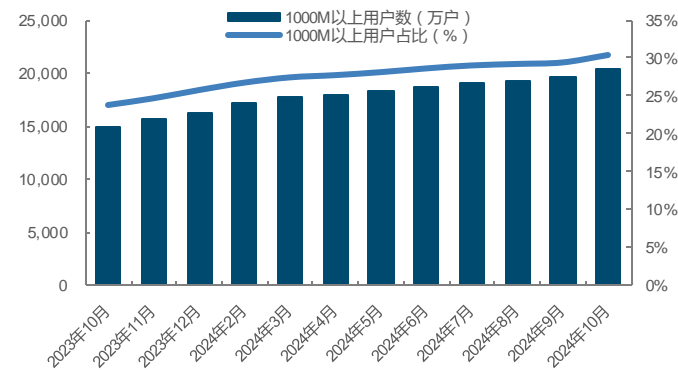


来源: wind, 国金证券研究所

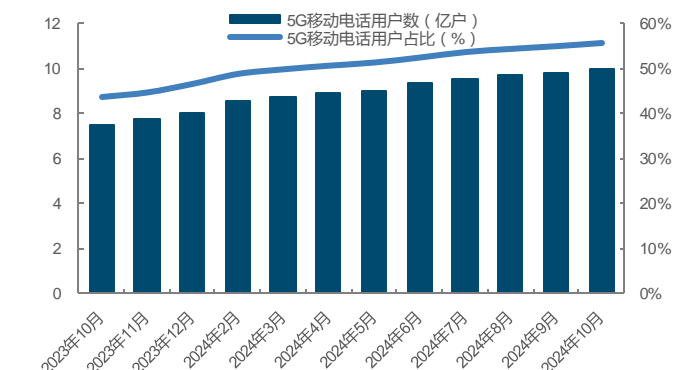
来源: wind, 国金证券研究所

截至10月末,三家基础电信企业的固定互联网宽带接入用户总数达6.68亿户,比上年末净增3204万户。其中,1000Mbps及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户达2.03亿户,比上年末净增4020万户,占总用户数的30.4%,占比较上年末提升4.7个百分点。截至10月末,三家基础电信企业及中国广电的移动电话用户总数达17.89亿户,比上年末净增4515万户。其中,5G移动电话用户达9.95亿户,比上年末净增1.73亿户,占移动电话用户的55.6%,占比较上年末提高9个百分点。

图表5: 千兆用户占比超三成



图表6: 截至10月末5G用户占比55.6%

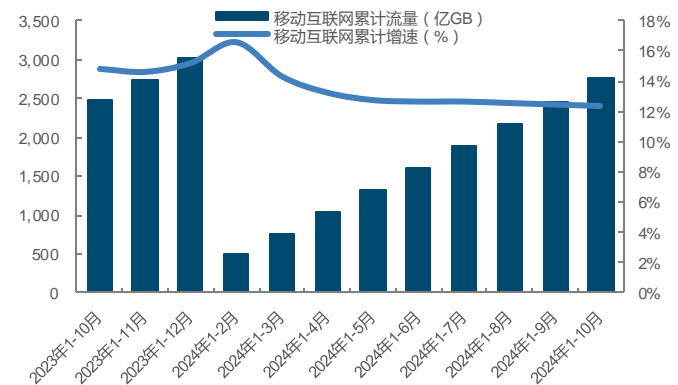


来源: 工信部, 国金证券研究所

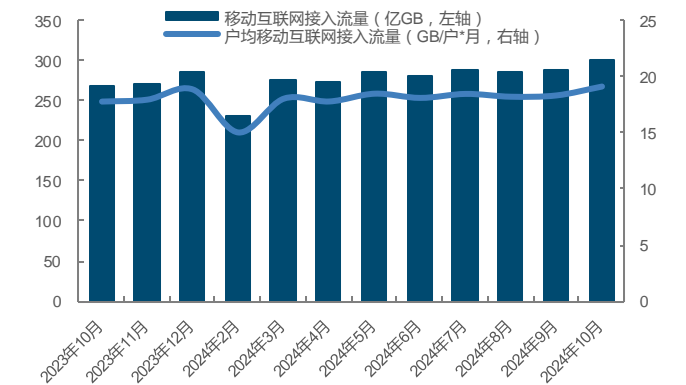
来源: 工信部, 国金证券研究所

前10个月,移动互联网累计流量达2766亿GB,同比增长12.3%。截至10月末,移动互联网用户数达15.74亿户,比上年末净增5006万户。10月当月户均移动互联网接入流量(DOU)达到19.2GB/户·月,同比增长7.6%,比上年同期提高1.35GB/户·月。

图表7: 前10个月移动互联网累计流量同比增长12.3%



图表8: 10月当月DOU同比增长7.6%



来源: 工信部, 国金证券研究所

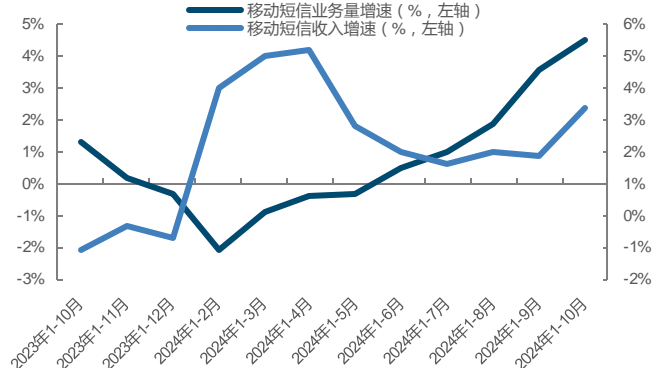
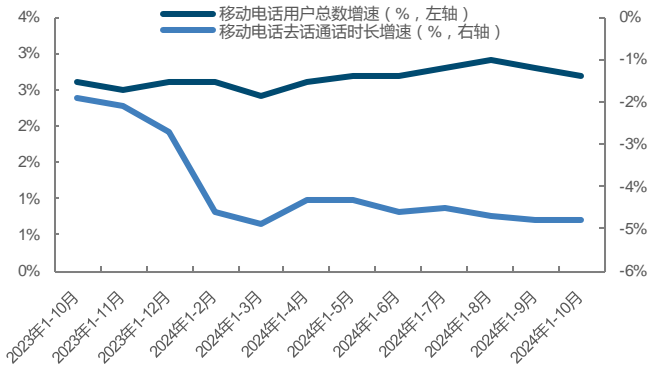
来源: 工信部, 国金证券研究所



前 10 个月，移动电话去话通话时长完成 1.8 万亿分钟，同比下降 4.8%；固定电话主叫通话时长完成 652 亿分钟，同比下降 1.9%。前 10 个月，全国移动短信业务量同比增长 4.5%；移动短信业务收入同比增长 3.4%。

图表9：电话通话量持续下滑

图表10：移动短信业务收入小幅增长



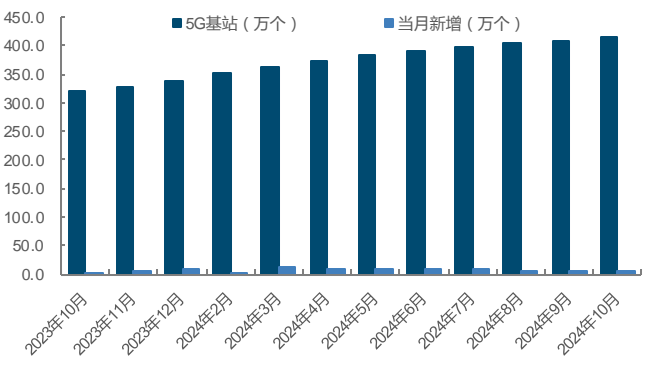
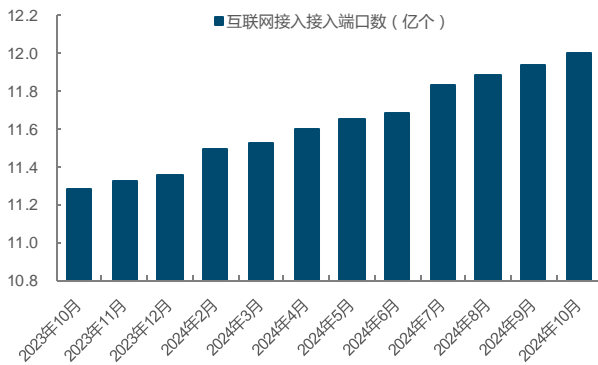
来源：工信部，国金证券研究所

来源：工信部，国金证券研究所

截至 10 月末，全国互联网宽带接入端口数量达 12 亿个，比上年末净增 6370 万个。其中，光纤接入 (FTTH/O) 端口达到 11.6 亿个，比上年末净增 6141 万个，占互联网宽带接入端口的 96.4%。截至 10 月末，具备千兆网络服务能力的 10G PON 端口数达 2761 万个，比上年末净增 458.6 万个。截至 10 月末，5G 基站总数达 414.1 万个，比上年末净增 76.4 万个，占移动基站总数的 32.8%，占比较上年末提高 3.7 个百分点。

图表11：千兆光纤宽带网络建设稳步推进

图表12：5G 网络建设持续推进



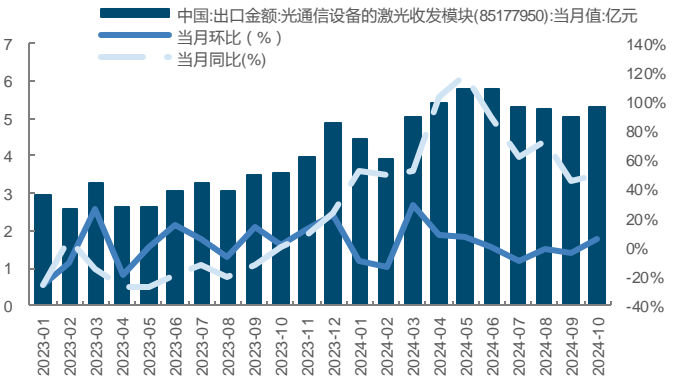
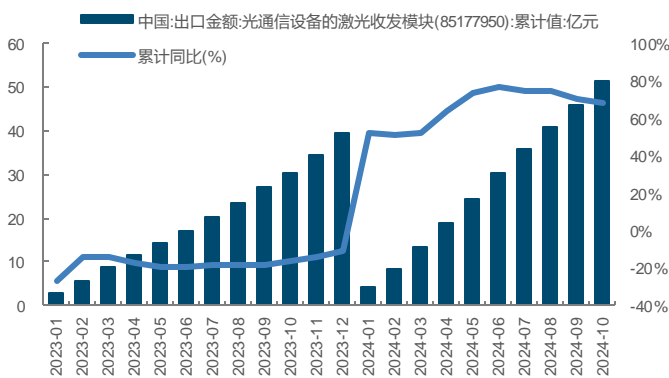
来源：工信部，国金证券研究所

来源：工信部，国金证券研究所

光模块数据：10 月我国光模块出口数据继续同环比增长，10 月当月同比增长 50.21%，环比增长 5.15%；1-10 月累计同比增长 68.21%。2025 年海外云厂商需求预计将持续旺盛，国产厂商有望拿到更多份额。

图表13：前 10 个月光模块出口金额同比增长 68.21%

图表14：10 光模块出口金额同比增长 50.21%



来源：wind，国金证券研究所

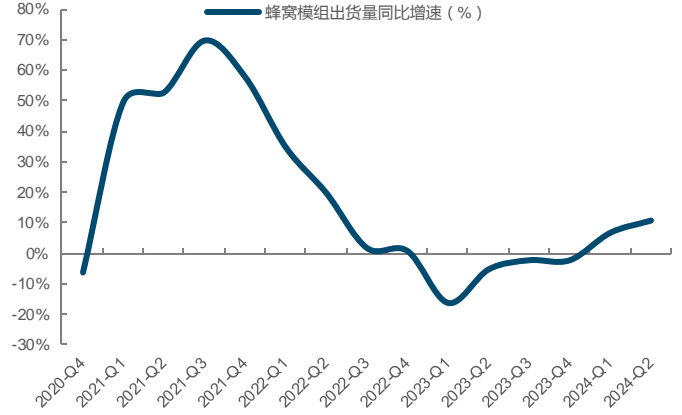
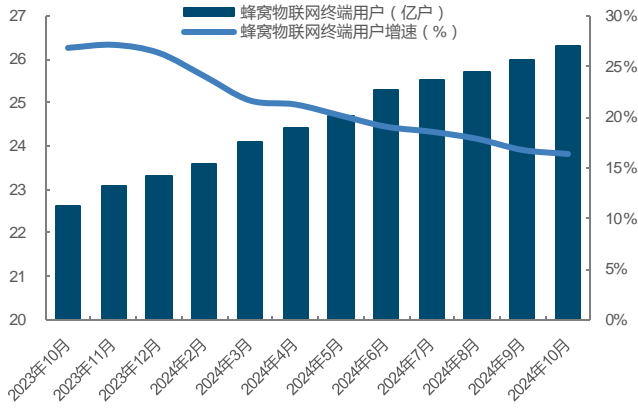
来源：wind，国金证券研究所



物联网数据:截至10月末,三家基础电信企业发展蜂窝物联网终端用户26.25亿户,比上年末净增2.93亿户,同比增长16.4%。物联网行业需求正在缓慢恢复,2023年全年蜂窝模组出货量同比下降2%,但24年Q2出货量已恢复增长,同比提升11%。预计2025年在AI发展对边缘端算力需求带动下,物联网模组出货量将继续增长。

图表15: 截至10月末蜂窝物联网终端用户数同比增长16.4%

图表16: 2024年Q2物联网模组出货量同比增长11%



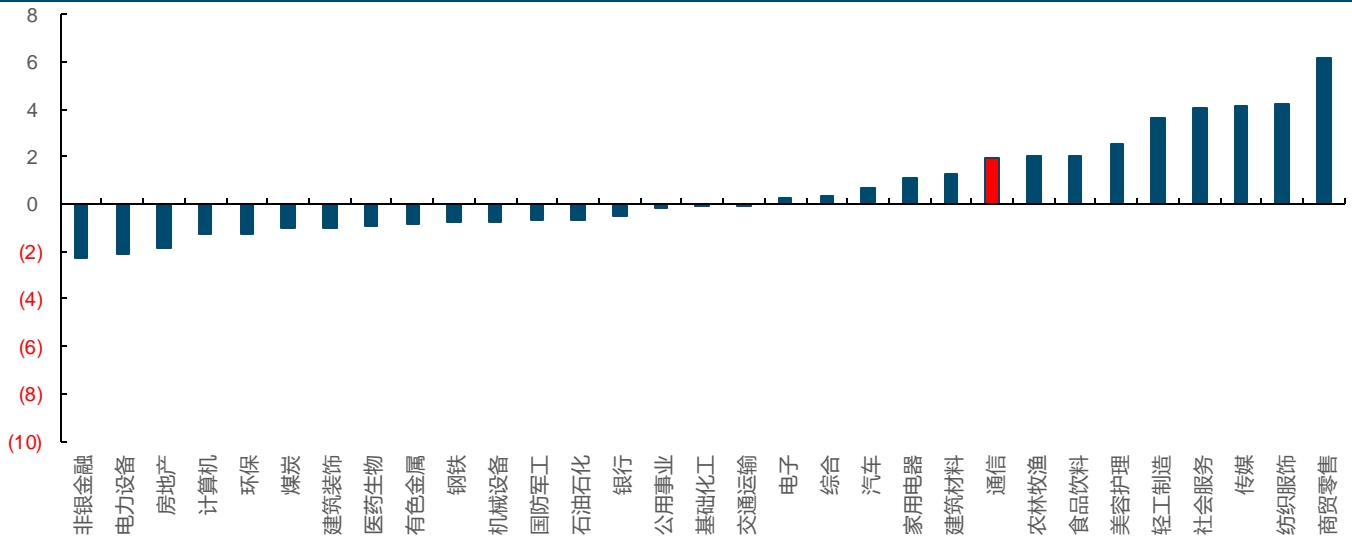
来源: 工信部, 国金证券研究所

来源: IDC, 国金证券数字未来实验室, 国金证券研究所

三、本周行情

回顾本周行情,参考申万一级行业划分,通信板块涨跌幅为1.91%,排名全行业第9。

图表17: 板块周涨跌幅排序 (%)

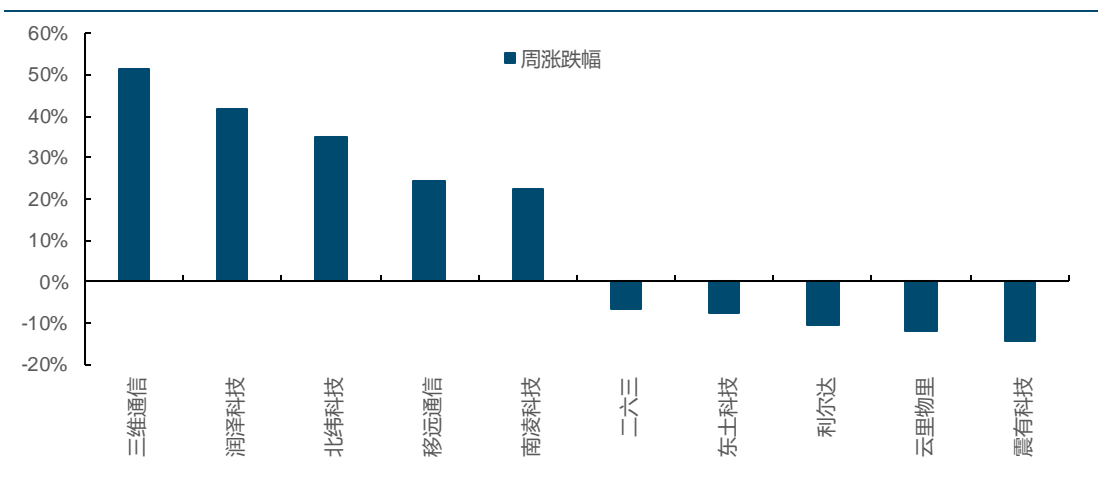


来源: wind, 国金证券研究所

从个股情况来看,本周三维通信、润泽科技、北纬科技、移远通信、南凌科技为通信(申万)涨幅前五大公司,涨跌幅分别为51.40%、41.54%、34.76%、24.26%、22.63%。通信(申万)跌幅前五为震有科技、云里物里、利尔达、东土科技、二六三,跌幅分别为-14.11%、-11.91%、-10.51%、-7.44%、-6.80%。



图表18: 通信板块个股周涨跌幅



来源: wind, 国金证券研究所

四、本周重要新闻

4.1 行业新闻

WLAN: 根据市场研究公司 Dell'Oro Group 的最新报告, 企业级 WLAN 市场收入在 2024 年第三季度连续第二次环比增长, 达到 23 亿美元。Wi-Fi 7 的采用率继续上升, Wi-Fi 7 出货量比 2024 年第二季度增长了 69%。报告指出, 华为仍然是 Wi-Fi 7 出货量的领跑者, 不过随着其他供应商加入竞争并获得发展势头, 该公司的领先优势正在缩小。

混合云: 国际数据公司 (IDC) 近日发布了《IDC MarketShare : 中国混合云市场份额, 2023》报告。报告显示, 2023 年中国混合云市场主要厂商份额排名前五的厂商分别为华为、中国电信、阿里云、中国移动、腾讯云和中国联通。

安全硬件: 市场研究公司 IDC 最新发布的《2024 年第三季度中国安全硬件市场跟踪报告》显示, 2024 年第三季度中国安全硬件市场表现持续疲软, 整体收入约为 56.5 亿元, 同比下降 3.4%。截至 2024 年三季度末, 2024 年中国安全硬件市场规模达到 129.8 亿元, 同比下降 2.9%。从厂商来看, UTM 防火墙硬件市场新华三份额第一, 华为紧随其后。此外另一个重要细分市场——统一威胁管理硬件市场, 深信服份额第一, 奇安信第二。

生成式 AI: 根据 Omdia 最新预测, 全球生成式 AI 市场仍处于起步阶段, 该市场将在五年内增长五倍, 从 2024 年的 146 亿美元增长到 2029 年的 728 亿美元。顶尖的应用领域包括消费类、企业服务、零售业、媒体娱乐业以及医疗保健业。该机构指出, 作为生成式 AI 的下一个前沿领域, 多模态生成式 AI 技术凭借其日益增强的多样化功能, 正在推动各行业的应用案例, 例如客户服务、企业知识管理、3D 数字分身以及制造业等。

4.2 公司公告

广和通:

广和通发布关于控股股东、实际控制人部分股份质押延期购回的公告。深圳市广和通无线股份有限公司收到公司控股股东、实际控制人张天瑜先生有关部分股份质押办理延期购回业务的通知。此次股份质押的延期购回, 不涉及新增融资, 为公司控股股东、实际控制人张天瑜先生根据自身资金安排进行的融资期限延长, 张天瑜先生具备相应的履约能力。截至公告披露日, 张天瑜先生所质押的股份不存在平仓风险, 不会对公司生产经营和公司治理产生不利影响。公司将持续关注股东的股份质押情况, 并按相关规定及时履行信息披露义务。

拓邦股份:

拓邦股份发布关于调整 2024 年股票期权激励计划相关事项的公告。公司于 2024 年 12 月 9 日召开第八届董事会第十六次 (临时) 会议和第八届监事会第十一次 (临时) 会议, 审议通过《关于调整 2024 年股票期权激励计划相关事项的议案》, 公司决定对股权激励计划的激励对象人数及授予数量进行调整。调整后, 公司本次股票期权的激励对象调整为 1,050 人, 授予股票期权的总数由 3,300 万份调整为 3,290 万份。

英维克:

英维克发布关于股东部分股份质押延期购回的公告。公司接到实际控制人齐勇先生的通知, 获悉其所持有公司的部分股份办理了质押延期等相关事项, 本次质押延期股份不涉及负担重大资产重组等业绩补偿义务。

科创新源:

科创新源拟以现金方式收购 Thermazig Limited 持有的东莞市兆科电子材料科技有限公司 (简称“东莞兆科”) 51% 的股权, 最终收购比例由各方协商确定。科创新源表示, 本次交易完成后, 公司将取得东莞兆科的控制权。本次交易的标的公司为东莞兆科, 并包含其计划重组后 100% 直接或间接持有的子公司昆山兆科电子材料有限公司、兆科科技有限



公司、Vietnam Ziitek Technology Co., Ltd (越南兆科科技有限公司)。根据协议, 东莞兆科整体估值不超过 4.5 亿元, 交易对价不超过 2.295 亿元。

4.3 海外大厂重点跟踪

OpenAI:

OpenAI 正式向用户开放人工智能视频生成模型 Sora。同时, 公司宣布推出 Sora 的新版本 Sora Turbo, 称较 2 月预览的版本速度显著加快。用户能够生成分辨率最高达 1080p、时长最长达 20 秒, 且具有宽屏、竖屏或方形宽高比的视频。此外, 用户可以引入自己的素材来进行拓展、重新融合, 或者依据文本生成全新的内容。OpenAI 将其 Sora 视频生成模型从预览模式转为商业独立产品, 这是为了更好地与 Anthropic、谷歌和埃隆·马斯克 (Elon Musk) 的 xAI 等对手竞争的计划的一部分。OpenAI 表示, 最新版本 Sora Turbo 比 2 月份公开预览的版本要快得多。它适用于现有的 ChatGPT Plus 和 Pro 客户, 但英国、瑞士和欧洲经济区除外。OpenAI 表示将在未来几个月努力扩大其可用性。

谷歌:

谷歌正式发布了为新智能体时代构建的下一代模型——Gemini 2.0。这是谷歌迄今为止功能最强的 AI 模型, 带来了更强的性能、更多的多模态表现 (如原生图像和音频输出) 和新的原生工具应用。Gemini 2.0 关键基准测试中相较于前代产品 Gemini 1.5 Pro 实现了性能的大幅提升, 速度甚至达到了后者的两倍在推出最新 AI 模型 Gemini 2.0 后, 谷歌首席执行官桑达尔·皮查伊表示, 会将 Gemini 2.0 的高级推理能力融入 AI Overviews (AI 概览), 未来将能够处理“更复杂的主题”以及“多模态”和“多步骤”的搜索, 包括高级数学问题和编程问题。该功能主要是让用户通过提问、聊天的方式进行 AI 搜索。

Meta:

Meta 公司宣布推出名为 Meta Motivo 的人工智能模型, 该模型旨在控制类人数字智能体的动作, 从而提升元宇宙体验。Meta 还发布了大型概念模型 LCM 和视频水印工具 Video Seal 等 AI 工具, 并重申其对 AI、AR 和元宇宙技术持续投入的决心。

微软:

微软宣布推出 14B 参数“最先进”小型语言模型 (SLM) Phi-4, 除了传统的语言处理外, 它还擅长数学等领域的复杂推理。Phi-4 是 Phi 系列小型语言模型的最新成员, 官方表示其展示了微软继续探索 SLM 边界的可能性。官方表示, 得益于多方面的技术进步, 包括采用高质量的合成数据集、精心挑选的高质量有机数据, 以及训练后的创新, Phi-4 在数学推理方面超越了同类和更大规模的模型。其在数学竞赛问题上的表现超过了包括 Gemini Pro 1.5 在内的多个更大规模模型。

风险提示

- 1、AI 商业价值不及预期的风险: 目前 AI 市场应用仍处于初级阶段, 盈利模式仍需探索, 市场尚未成熟。若商业模式无法持续发展新客户, 需求大幅减弱, 或市场接受度偏低, 可能对营业收入造成较大负面影响, 损害相关公司的盈利能力及产品或服务的商业价值。
- 2、技术发展速度不及预期的风险: 目前 AI 模型的使用仍受限於诸多因素, 在特定领域无法达到预期的提高生产力效果。该领域目前仍面临较大的技术挑战, 包括模型训练效果不稳定、算法不成熟等问题。若技术落地不及预期, 可能影响 AI 的应用领域和运行效率, 造成较大的投资损失。
- 3、供应链集中度过高的风险: AI 行业基础设施建设目前高度依赖某几家核心供应商, 极易受到相关供应商供应短缺的影响。此外在训练方面, AI 技术依赖于大量优质数据的输入。不可靠、低质量的数据来源会一定程度上影响 AI 模型训练的性能, 同时提高训练过程中的不可控成本。
- 4、行业监管加剧的风险: 目前生成式 AI 工具仍存在法律、伦理、安全风险。AI 生成内容的产权问题仍存在较大争议。各国可能针对 AI 的使用及 AI 生成内容进行更严格的监管及抵制, 影响投资预期, 并阻碍 AI 技术在产业上进一步落地。公司面临法律诉讼和声誉受损等负面影响风险。
- 5、市场竞争加剧的风险: 在如今巨头科技公司加大 AI 投入, 大量创业公司涌入竞争的大环境下, 技术的迅速迭代及新算法的涌现可能使得公司技术迅速落后竞争对手, 影响相关公司的市场份额和投资回报的稳定性。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究