



电子行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

电子组

分析师：樊志远（执业 S1130518070003）

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

重点关注 Ai 智能眼镜新机发布

电子周观点：

重点关注 Ai 智能眼镜新机发布。根据产业链调研，各大厂商正在加快研发 Ai 智能眼镜，小米、字节等厂商的 Ai 智能眼镜有望在二季度发布，下半年则迎来更多品牌的新品发布。小米 Ai 眼镜全面对标 Meta Ray-ban，有望采用高通 AR1+恒玄 2700 的芯片方案，方案，搭载摄像头、音频耳机模块、结合 AI 带来非常丰富的功能，比如智能视觉、智能识物、自动识别餐厅等，并给出价位、评分等。根据 WellSenn 的测算，小米 Ai 智能眼镜的综合硬件成本约 177.5 美元，此外，小米还有望推出电致变色墨镜版及电致变色彩色版，综合成本约为 1438 元、1651 元。华为盘古多模态大模型，从 2021 年发布盘古大模型 1.0 版本至今已更新到 5.0 版本，能够更精准地理解物理世界，融合了语言和视觉跨模态信息，支持图像理解等功能，预测华为 Ai 智能眼镜，硬件创新和强劲大模型的结合将带来更快速的交互体验。字节在大模型方面能力较强，有望在二季度发布 Ai 智能眼镜。我们认为，Ai 智能眼镜正在逐步突破，已经发布的雷鸟、小度、Rokid、李未可等品牌陆续发售，未来将有更多新品发布，销量有望持续突破，WellSenn 预测 2025 年全球 AI 眼镜销售有望达到 550 万台，同比增长 135%，随着光波导技术的突破，轻薄化的 AR 智能眼镜也有望获得市场青睐，24 年全球 AR 设备出货量为 50 万台，WellSennXR 预测 2027 年全球 AR 眼镜出货量 150 万台。建议重点关注 AI 智能眼镜、AR 智能眼镜受益产业链，包括 SOC 芯片、光波导光学、其他关键零部件、制造代工等环节。接下来一季度业绩预告将陆续发布，继续重点关注一季度业绩有望超预期的方向，包括 Ai-PCB、苹果产业链、SOC 芯片等方向。整体来看，继续看好算力核心受益硬件、苹果链、AI 驱动及自主可控产业链。

细分赛道：1) 半导体代工：2025 年台积电 CoWoS 月产能将增至 6.5-7.5 万片晶圆，2026 年月产能将达到 9-11 万片。2) 消费电子：华为阔型小折叠新机发布，搭载钛合金支撑架、UTG 玻璃、水滴铰链。3) PCB：延续景气度回暖，判断景气度稳健向上。4) 元件：台达确认 GB300 超容配置，LCD 面板价格持续涨价中。5) IC 设计：闪迪率先涨价，存储板块涨价潮预将到来。6) 半导体代工、设备、材料、零部件：制裁密集落地，产业链持续逆全球化，自主可控逻辑继续加强。

投资建议与估值

小米、字节等厂商有望在 Q2 发布 Ai 智能眼镜，建议重点关注 AI 智能眼镜、AR 智能眼镜受益产业链，包括 SOC 芯片、光波导光学、其他关键零部件、制造代工等环节。从产业链了解到，Ai-PCB 在英伟达 GB200 服务器拉货、CSP 厂商 ASIC 芯片服务器拉货及 800G 交换机拉货带动下，需求强劲，一方面是北美客户需求旺盛，另一方面，阿里、字节、腾讯、百度等国内互联网大厂也加快了拉货节奏，产业链正在积极生产，核心受益公司的 Ai-PCB 满产满销，将带动一季度业绩大幅增长，胜宏科技 Q1 业绩出现了爆发式增长，在 Ai 拉动及 PCB 下游整体复苏的带动下，覆铜板稼动率积极提升，也出现了部分公司涨价情况，建议关注覆铜板涨价受益公司。我们认为 AI 端侧应用正在加速，有望给智能眼镜、TWS 耳机、可穿戴及手机/PC 等 IOT 硬件产品带来创新和新的机遇。继续看好 AI-PCB、苹果链、Ai 驱动及自主可控受益产业链。

风险提示

需求恢复不及预期的风险；AIGC 进展不及预期的风险；外部制裁进一步升级的风险。



一、细分板块观点

1.1 消费电子：华为阔型小折叠新机发布，搭载钛合金支撑架、UTG 玻璃、水滴铰链

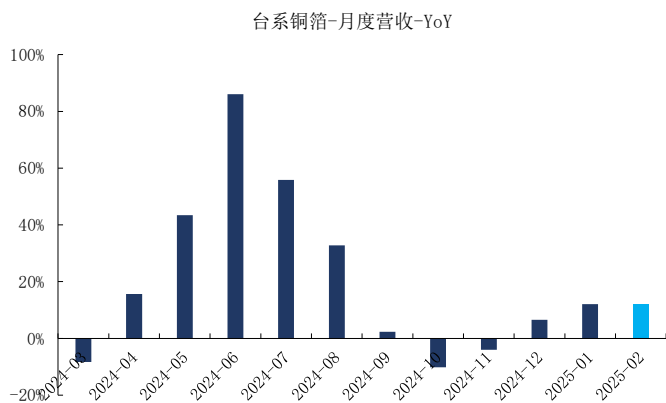
本周华为 Pura X 新机正式官宣，在 3 月 30 日全面开售，支持预售。尺寸为 16: 10 阔型屏，上下折叠，3.5 英寸便捷外屏，机身重量 193.7 克，全面搭载 HarmonyOS 5，钛合金支撑层叠加 UTG 玻璃，玄武水滴铰链，搭载 AI 功能，包括 AI 眼动翻页、AI 人像精修、AI 运动轨迹等等。售价方面，Pura X 12GB+256GB 售价 7499 元；12GB+512GB 售价 7999 元；Pura X 典藏版 16GB+512GB 售价 8999 元；16GB+1TB 售价 9999 元。

随着今年的消费政策刺激、创新产品陆续发布，内需销量提振有望带动产业链各环节基本面持续改善，AI 端测的升级有望带来估值弹性。建议关注产业链环节有价格弹性&稼动率较为饱满的环节，将受益于需求提升带来的业绩弹性，建议关注 AI 端测产业链中核心升级&价值量高的硬件环节，有望 ASP 提升和估值提振。

1.2 PCB：延续景气度回暖，判断景气度稳健向上

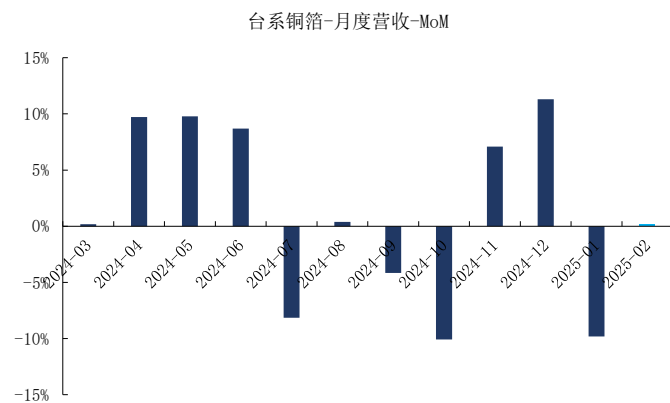
从 PCB 产业链最新数据和 3 月产业链更新来看，整个行业景气度同比均大幅上行，整个产业链景气度判断为“稳健向上”。根据我们产业链跟踪，主要原因来自于家电、汽车、消费类随着政策补贴加持同时 AI 开始大批量放量，并且从当前的能见度观察来看，一季度有望持续保持较高的景气度状态。

图表1：台系电子铜箔厂商月度营收同比增速



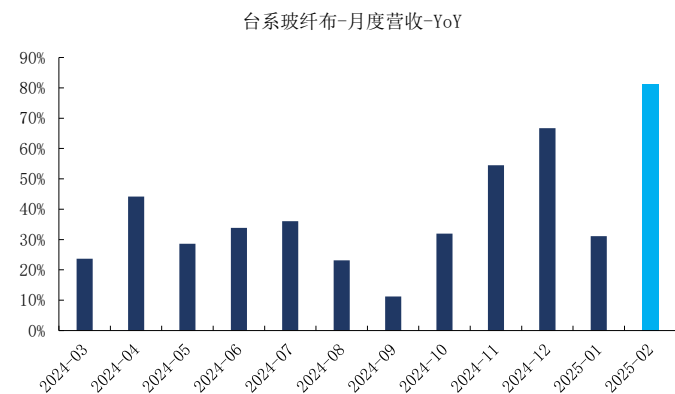
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：台系电子铜箔厂商月度营收环比增速



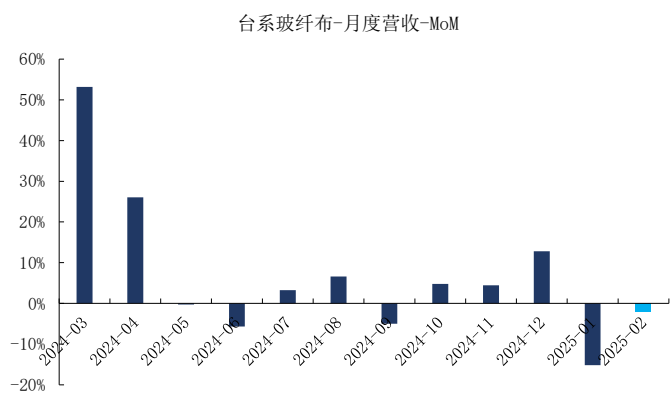
来源：Wind，国金证券研究所

图表3：台系电子玻纤布厂商月度营收同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

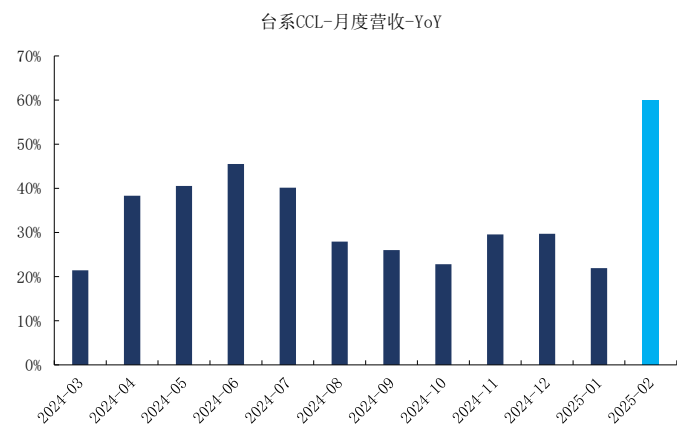
图表4：台系电子玻纤布厂商月度营收环比增速



来源：Wind，国金证券研究所

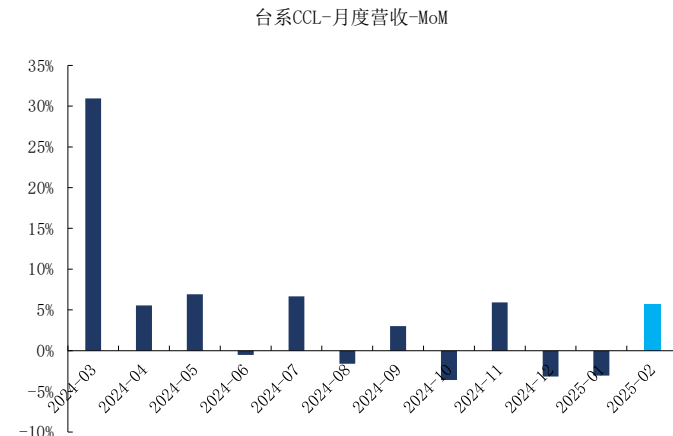


图表5：台系覆铜板厂商月度营收同比增速



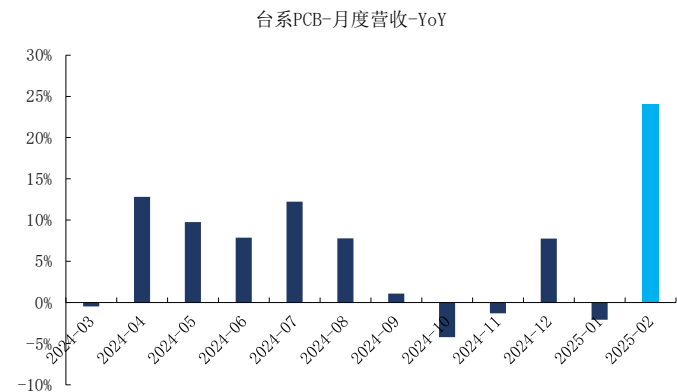
来源：Wind，国金证券研究所

图表6：台系覆铜板厂商月度营收环比增速



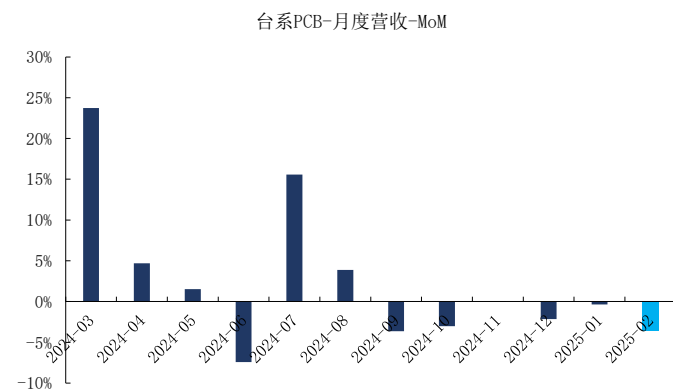
来源：Wind，国金证券研究所

图表7：台系PCB厂商月度营收同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表8：台系PCB厂商月度营收环比增速



来源：Wind，国金证券研究所

1.3 元件：台达确认GB300 超容配置，LCD 面板价格持续涨价中

1) 被动元件：台达确认GB300 超容配置

台达官网公布展示超容产品，在AI服务器中，超级电容作为可以瞬间释放大功率的元器件，可以起到功率补偿/调频作用，预计后续随着算力升级功率进一步提升，超容应用将持续标配。竞争格局好有望高份额供应，盈利水平高。EDLC传统超容原来市场没有打开，玩家很少，LIG方案武藏+江海（收购ACT）具备技术储备，江海更具备产能和成本优势，武藏大量产能释放要到26年。

持续看好AI端侧对于价值量的带动：端侧手机对稳定供电和滤波方面的要求很高。AI手机单机电感用量预计增长，价格提升；MLCC手机用量增加，均价有提升，主要是产品升级（高容高压耐温、低损耗）。端侧笔电以WoA笔电（低能耗见长的精简指令集RISC，ARM设计架构）为例，ARM架构下MLCC容值规格提高，其中1u以上MLCC用量占总用量近八成，每台WoA笔电MLCC总价大幅提高到5.5~6.5美金。

2) 面板：以旧换新政策持续LCD面板涨价

LCD：国内以旧换新政策持续带动需求增长，电视面板价格获上涨支撑；显示器Open Cell面板或率先上涨；笔电面板价格持平。1) 根据WitsView最新面板报价，2月32/43/55/65吋面板价格上涨0.5/1/1/2美金，涨价趋势符合前期判断，行业拐点积极信号持续释放。2) 需求情况：整体来看，国际品牌年底控管库存，需求动能平稳，国内以旧换新政策持续带动需求增长，供应链库存健康，大部分的品牌客户仍能维持较强的采买动能，订单趋势持续向上。

OLED：看好上游国产化机会。国内OLED产能释放、高世代线规划带动上游设备材料厂商需求增长+国产替代加速。8.6代线单线有机发光材料用量远高于6代线。有机发光材料技术壁垒高、海外专利垄断，设备端蒸镀机、掩膜版美日企业主导，国内供应商正在加速面板厂导入验证，目前8.6代线面板厂规划即三星、LG、京东方、维信诺，大陆话语权增强也在加速上游国产化进程。国内厂商加速下游面板厂配套合作、导入验证，建议关注奥来德、莱特光电、京东方A、维信诺。



1.4 IC 设计：存储器合约价涨价提前，持续看好存储板块

3月6日，NAND 原厂闪迪向客户发送涨价函称，闪迪将于今年4月1日开始涨价超10%，该举措适用于所有面向渠道和消费类产品。3月17日，美光、三星电子、SK 海力士等 NAND 厂商均将从4月起提高报价。3月25日，美光发函渠道端，指出内存和存储市场已经开始复苏，并预计在2025年和2026年会有增长。美光观察到各个业务领域的需求超出预期，决定提高产品价格。3月26日，集邦咨询发布报告指出，归因于减产奏效、买方回补库存，2Q25 NAND Flash 价格逐步回升。

我们认为此轮提价主要归因于供需结构变化：1) 需求端，随着 AI 基础设施建设开启（CSP 大厂 capex 大幅上修）和 AI 应用端爆发拉动存储器需求，行业库存加速消化；2) 供给端，24 年 12 月底以来几家大厂减产幅度在 15-20%，共同促成涨价周期到来。

持续看好企业级存储相关厂商及端侧 AI 拉动存储需求。建议关注存储模组相关：香农芯创、德明利、联芸科技、江波龙、佰维存储、朗科科技；存储接口芯片：澜起科技、聚辰股份端侧 AI 存储：兆易创新、北京君正、普冉股份、东芯股份、恒烁股份等。

1.5 半导体代工、设备、材料、零部件观点：制裁密集落地，产业链持续逆全球化，自主可控逻辑继续加强

半导体代工、设备、材料、零部件观点：半导体产业链逆全球化，美日荷政府相继正式出台半导体制造设备出口管制措施，半导体设备自主可控逻辑持续加强，为国产半导体产业链逻辑主线。出口管制情况下国内设备、材料、零部件在下游加快验证导入，产业链国产化加速。

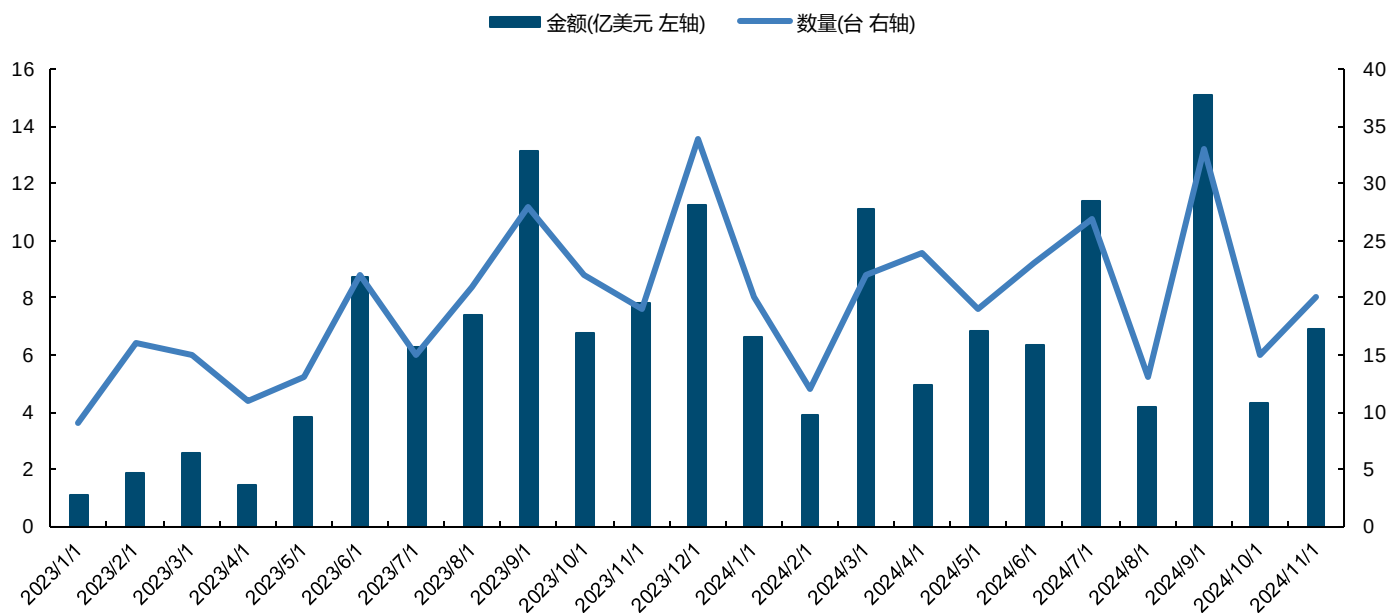
封测：先进封装需求旺盛，重视产业链投资机会。台积电在 4Q24 法说会上表示，预计 25 年 CAPEX 为 38~42B 美元来支持未来的增长。38~42B 美元当中 70%是先进制程的扩产，10~20%是特色工艺，10~20%是用于先进封装、测试、光罩等，先进封装持续扩产。此外，国产算力需求旺盛，有望拉动国内先进封装产业链。算力需求旺盛，地缘政治因素影响下，算力端自主可控成为国产算力核心发展方向。寒武纪、华为昇腾等 AI 算力芯片需求旺盛，先进封装产能紧缺，持续扩产背景下先进封装产业链有望深度受益。此外，HBM 产能紧缺，国产 HBM 已取得突破，看好相关产业链标的。建议关注：长电科技、甬矽电子、通富微电、利扬芯片、伟测科技；封测设备及耗材：华峰测控、金海通、和林微纳。

半导体设备板块：半导体设备景气度加速向上，根据 SEMI 2024 年 9 月 26 日最新发布的报告来看，全球 300mm 晶圆厂扩产有望重回爆发式增长。全球范围内，300mm（12 寸）晶圆厂设备支出主要是由半导体晶圆厂的区域化以及数据中心和边缘设备中使用的人工智能（AI）芯片需求不断增长推动的。SEMI 预计将在 2024 年增长 4% 至 993 亿美元，并在 2025 年进一步增长 24% 至 1232 亿美元，首次超过 1000 亿美元，预计 2026 年支出将增长 11% 至 1362 亿美元，随后在 2027 年增长 3% 至 1408 亿美元。分区域来看，中国是最大的下游市场，2024 年中国半导体设备市场规模将达 450 亿美元，未来三年将投资超过 1000 亿美元。根据 ASML 2025 年 1 月 29 日发布的 24Q4 财报数据来看，光刻机需求持续旺盛，Q4 新签订单达 70.88 亿欧元，环比+169%，反应其旺盛需求。2025 年 2 月 21 日华为公司任正非透露中国的先进半导体制造工艺能够生产等效 5.5nm 的芯片。距离台积电量产的 3nm 工艺越来越接近国内先进制程加速推进，半导体设备产业链迎来全新发展机遇。

2024 年 1-11 月中国从荷兰半导体设备进口金额同比大增，反映了国内半导体产业持续扩张。根据中国海关总署的最新数据，2024 年 1-11 月，中国从荷兰的半导体设备进口额达到 81.75 亿美元，同比增长 34%，进口光刻机台数共计 228 台，显示出国内半导体制造业对高端设备的强烈需求。光刻机已成功到位，看好后续其他主设备陆续招标。



图表9：2024年1-11月从荷兰光刻机进口额达到81.75亿美元，同比增长33.97%



来源：海关总署，国金证券研究所

后续，我们看好国内存储大厂及先进制程扩产加速落地，建议关注订单弹性较大的【北方华创/拓荆科技/中微公司/华海清科/京仪装备】；另一方面消费电子补库，半导体需求端也在持续改善，随着周期走出底部，一些成熟制程大厂的资本开支有望重新启动，自主可控叠加复苏预期，我们持续看好设备板块。此外，部分国产化率较低设备25年或将有所突破，建议关注【芯源微/中科飞测/精测电子】。

半导体材料：看好稼动率回升后材料边际好转及自主可控下国产化的快速导入。材料相对后周期，行业β会受到一些半导体行业景气度的影响，三季报来看，材料端营收利润环比弱复苏。当前美国杜邦已经在逻辑和存储相应的制裁领域断供，日本加入了设备的制裁，材料风险也在增加。中长期看好平台化材料公司，短期看好光刻胶公司的催化机会，建议关注鼎龙股份、雅克科技，安集科技等。

二、重点公司

看好Ai-PCB、苹果链、Ai驱动及自主可控受益产业链

小米、字节等厂商有望在Q2发布Ai智能眼镜，建议重点关注AI智能眼镜、AR智能眼镜受益产业链，包括SOC芯片、光波导光学、其他关键零部件、制造代工等环节。从产业链了解到，Ai-PCB在英伟达GB200服务器拉货、CSP厂商ASIC芯片服务器拉货及800G交换机拉货带动下，需求强劲，一方面是北美客户需求旺盛，另一方面，阿里、字节、腾讯、百度等国内互联网大厂也加快了拉货节奏，产业链正在积极生产，核心受益公司的Ai-PCB满产满销，将带动一季度业绩大幅增长，胜宏科技Q1业绩出现了爆发式增长，在Ai拉动及PCB下游整体复苏的带动下，覆铜板稼动率积极提升，也出现了部分公司涨价情况，建议关注覆铜板涨价受益公司。我们认为AI端侧应用正在加速，有望给智能眼镜、TWS耳机、可穿戴及手机/PC等IOT硬件产品带来创新和新的机遇。继续看好AI-PCB、苹果链、Ai驱动及自主可控受益产业链。建议关注：生益科技、立讯精密、胜宏科技、沪电股份、东山精密、建滔积层板、寒武纪、蓝特光学、水晶光电、江丰电子、鹏鼎控股、蓝思科技、统联精密、领益智造、华勤技术、深南电路、恒玄科技、瑞芯微、生益电子、东睦股份、传音控股、顺络电子、三环集团、北方华创、中微公司。

生益科技：覆铜板基础需求迎来修复，强阿尔法盈利进入胜率区间。我们认为当前基础覆铜板行业需求已经进入修复向上阶段。长期还可展望CCL涨价，安全边际充足。打破海外算力覆铜板材料垄断，高端产品开启内化升级趋势。当前AI资本开支相关的覆铜板市场主要由韩国和中国台湾厂商掌握，公司在经过2年左右的产品布局已经成功通过了全球AI相关龙头客户的验证，有望在2025年迎来高端新品放量的成长机会。除AI资本开支外，公司同样在AI端侧有前瞻布局，不仅配合国内手机、PC相关客户研发下一代新产品，同时也在积极配合海外龙头终端客户的研发，有望打破海外覆铜板厂商在端侧产品的垄断地位。AI带来PCB升级，生益电子抓住ASIC放量趋势。AI算力的推出导致高层PCB、HDI等高端PCB产品的应用空间快速打开，并且在资本开支不断上行、云计算厂商自研ASIC趋势逐渐明显的背景下，ASIC算力产业链将成为未来AI算力增速最快的板块之一。生益电子依靠自己在高层类产品中的技术实力，成功通过海外ASIC相关产业链突破，从二季度开始营收和利润环比加速变化，预期生益电子有望随着海外ASIC产业链起量而迎来快速增长。

立讯精密：Apple Intelligence重新定义AI边端，2025年苹果换机周期可期。①软件方面，Apple Intelligence系统逐步上线升级，有助于带动新一波换机周期；硬件方面，2025年苹果有望发布iPhone 17 Slim，Slim款可能是十



年来最大的外观改款。②公司自 2020 年切入 iPhone 组装后、成为公司重要增长引擎。我们估算目前 iPhone 组装份额为 20%，预计未来伴随组装份额持续增长、利润率抬升，带动公司利润持续增长。③公司作为 Vision Pro 的 OEM 厂，未来有望深度受益产品放量周期。

沪电股份：高速通信类是保证公司成长的关键。公司高速通信产品主要用于交换机、服务器、运营商通信，客户覆盖包括国内外主要的设备商和云计算厂商，是 A 股 PCB 中涉及海外高速运算敞口最大的厂商，也是参与全球 AI 运算供应的关键厂商，未来有望随着 AI 市场扩容而实现快速增长。公司汽车类产品主要供应全球龙头 TIER1 厂商，并且依据多年的技术积累不断调整产品结构至覆盖多类域控制器用 HDI 产品，汽车智能化趋势将为公司带来成长贡献。

生益电子：公司是传统高速通信类覆铜板生产厂商，在服务器需要用到高多层板上具有深厚的技术积累，公司服务器类客户覆盖了国内主流客户群和海外部分客户，随着国内加大训练端算力需求、海外 AI 相关应用加速推出，公司服务器类 PCB 将迎来增长。

顺络电子：公司持续多元化布局，汽车电子、光伏储能、云计算等新兴业务打开向上空间。Q3 单季度销售收入创历史新高，Q3 税前利润首次突破 3 亿，归母净利润为 2.56 亿元，环增 29.43%，同增 15.57%。汽车业务受益于国内诸多大客户在 BMS、功率共模器件、驱动变压器等产品上放量，同比高速增长，收入占比明显提升，手机、泛消费同环比保持增长。预计 2024-2026 年归母净利润为 8.68、11.42、14.34 亿元，同比+35.56%、+31.52%、+25.61%。

东睦股份：公司是国内粉末冶金行业龙头企业，主要从事粉末压制成形（P&S）、软磁复合材料（SMC）和金属注射成形（MIM）三大业务，PS 业务为国内龙头，SMC 业务产能为全球第一梯队，MIM 应用于折叠屏手机等消费电子领域，深度绑定国内大客户。公司产业链上下游布局，三大业务多元协同发展。根据产业链调研，华为今年 3 月有望有新款折叠机发布，且今年华为折叠屏上下、左右、平板折叠等等都有望有新品推出，对于产业链环节供应商有所拉动。另外苹果获批柔性折叠屏新技术专利，苹果在铰链设计、屏幕保护、触控操作等方面都有专利布局，外媒预测 2026 年 Q3 有望正式发布折叠手机。从节奏来看，今年设备端、硬件端预计将陆续会有产业链消息释放，关注苹果折叠屏硬件升级预期+安卓折叠机型发布催化。硬件端相较直板机，铰链和柔性屏是折叠 BOMB 成本的主要增量，涉及铰链及转轴-MIM 零部件，OLED 屏幕 UTG、OCA 等，东睦股份深度绑定华为，公司零部件份额提升+组装产能扩充，MIM 作为折叠屏核心部件铰链的核心工艺，子公司富驰高科兼具技术&客户优势，绑定国内大客户，预计后续系列新机零部件将占据较大份额并积极推进组装上量，除此之外，公司在机器人、钛合金、AI 服务器多元布局，公司参股深圳小象电动 22%股权，小象轴向磁通电机在同体积下磁场能力更强，适用于新能源车电驱、机器人关节电机。

台积电：公司是全球先进制程晶圆代工龙头厂商，N2 制程预计将在 25H2 量产，N2P 有望在 26H2 量产，A16 制程有望在 26H2 量产，较竞争对手继续保持优势。公司持续受益 AI 高景气度，公司 24 年 AI 云端芯片+HBM controller 收入占比达到约 15%占比，相比 23 年翻三倍不止，公司预计 25 年 AI 相关收入有望继续翻倍增长，未来五年收入 CAGR 达到 45%左右。另外公司凭借先进制程的领先，有望受益 AI 高景气度、消费电子芯片制程迁移与面积增长，保持高于行业增速。我们预计公司 25~27 年净利润分别为 487.76、596.62、654.70 亿美元。

Credo: FY25Q2 (24.8~24.10) 营收创纪录，达 7203.4 万美元，同比+63.6%，环比+20.6%。公司迎来收入环比加速时刻，指引 FY25Q3 收入 1.15~1.25 亿美元，中枢环比增长 67%，GAAP 毛利率 60.6%~62.6%，Non-GAAP 毛利率 61.0%~63.0%。公司预期 FY25Q4 实现双位数环比增长，并预计 FY26 收入实现 50%左右的同比增长。除了原有头部云厂商以外，公司与 XAI 也进行深度合作。公司本季度有三家客户收入占比超过 10%，其中微软收入占比达到 11%，公司第二家 AEC 大客户收入占比达到 33%，另外公司本季度有一家新的大型客户导入，收入占比达到 14%。

博通：FY24 (23.11~24.10) AI 营收达到 122 亿美元，同比增长 220%。公司 FY24 网络端收入达到 45 亿美元，同比增长 45%，其中 AI 网络收入占比 76%，同比增长 158%。预计 FY27 公司 AI 网络和 AI ASIC 的 SAM 可以达到 600~900 亿美元。公司下一代 XPU 将采用 3nm 制程，预估将在 FY25H2 对客户发货，公司目前已经有三家 ASIC 客户，将在未来产生收入，同时与其他两家客户开始合作，预计将在 2027 年之前产生收入。

三、板块行情回顾

回顾本周行情，参考申万一级行业划分，涨跌幅前三名的行业分别为医药生物、农林牧渔、食品饮料，涨跌幅分别为 0.98%、0.56%、0.40%。涨跌幅后三位为通信、国防军工、计算机，涨跌幅分别为-3.87%、-3.98%、-4.89%。本周电子行业涨跌幅为-2.07%。

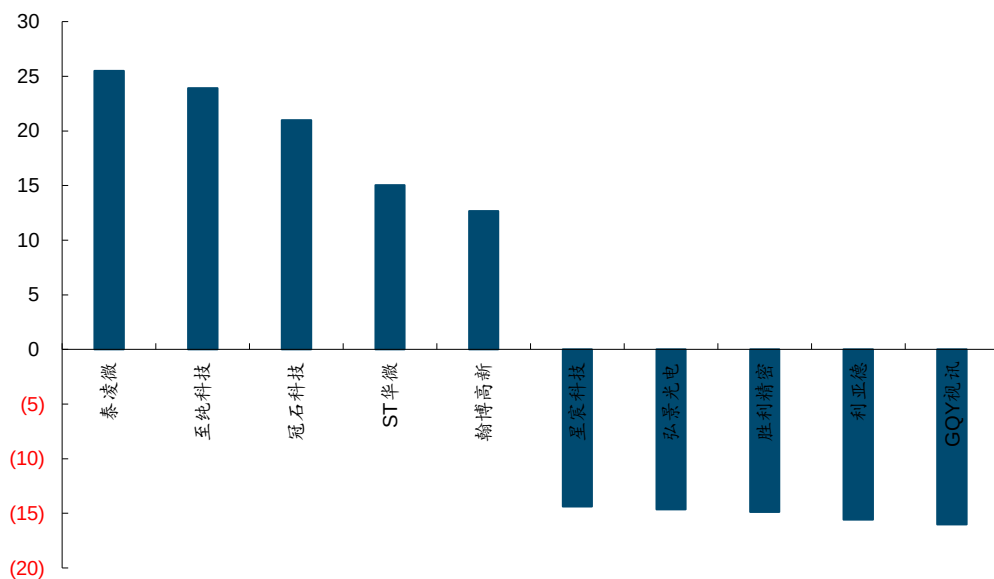
周涨跌幅



来源：Wind，国金证券研究所



图表13：电子板块个股周涨跌幅（%）（2025. 3. 24-2025. 3. 28）



来源：Wind，国金证券研究所

四、风险提示

AIGC 进展不及预期的风险：科技巨头公司布局 AI，存在未来行业竞争进一步加剧、AI 产品不能有效与应用实践相结合的风险。

外部制裁进一步升级的风险：全球范围内的贸易摩擦不断升级，若美国、日本、荷兰等国出口管制进一步升级，可能会导致相关企业的核心环节受限。

终端需求不及预期的风险：消费类智能手机创新乏力，对产业链拉动低于预期，换机周期较长；若新能源（电动汽车、风电、光伏、储能）需求不及预期，电动车销量下滑，光储装机量不及预期，可能会对相关公司业绩产生影响。



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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