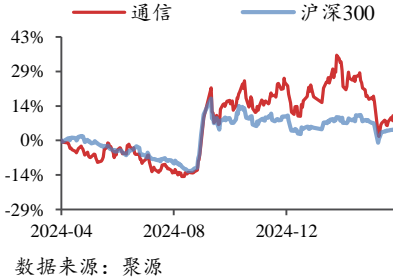


## 通信

2025 年 04 月 27 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



### 相关研究报告

《AI 推理陆续落地，6G 渐行渐近——行业周报》-2025.4.20

《重视国产算力、卫星互联网、光通信等板块机遇——行业周报》-2025.4.13

《算力重要性日益凸显，卫星互联网持续落地——行业周报》-2025.4.6

## AI 上游业绩高兑现，美团 AI 需求渐起

——行业周报

蒋颖（分析师）

jiangying@kysec.cn

证书编号：S0790523120003

雷星宇（联系人）

leixingyu@kysec.cn

证书编号：S0790124040002

陈光毅（联系人）

chengguangyi@kysec.cn

证书编号：S0790124020006

### ● 国内外 AI 算力产业链持续兑现，一季度业绩全面亮眼

国内：（1）AI 芯片：海光信息 2025Q1 合同负债金额达 32.37 亿元，同比增长 113510.65%；（2）AI 服务器&电源：华勤技术 2025Q1 实现营收 349.98 亿元，同比增长 115.65%；欧陆通 2025Q1 实现归母净利润 0.50 亿元，同比增长 59.06%；（3）AI 光模块：华工科技 2025Q1 实现归母净利润 4.1 亿元，同比增长 40.88%；新易盛 2025Q1 实现归母净利润 15.73 亿元，同比增长 384.54%；中际旭创 2025Q1 实现归母净利润 15.83 亿元，同比增长 56.83%；（4）AI 光器件：致尚科技 2025Q1 实现归母净利润 0.24 亿元，同比增长 64.57%；仕佳光子 2025Q1 实现归母净利润 0.93 亿元，同比增长 1003.78%。

海外：谷歌云 2025Q1 实现营收 123 亿美元，同比增长 28%，实现谷歌云营业利润率提升到 17.7%，同比提升 8.4 个百分点，预计 2025 年资本开支仍约为 750 亿美元。维谛技术 2025Q1 订单同比增长 13%，环比增长 21%，下游数据中心需求仍然强劲，公司上调 2025 年净销售中位数指引至 18%。

我们认为 AI 产业链公司一季度业绩全面亮眼，验证了 AI 算力产业链的高景气度，继续看好 AI 全产业链投资机会。

### ● 字节发布多款 Agent 工具，美团发布 AI 招聘，多家 AIDC 公司宣布扩容

2025 年 4 月 22 日，字节跳动旗下火山引擎发布 Agent Devops 体系、AI 数据湖服务，帮助垂直领域企业加速 Agent 开发和运维；4 月 24 日，美团发布 AI 招聘，岗位类别包括 AI 基础设施、智能交互、大模型基座、视觉智能、智能产品等，致力于打造一款 Native AI Agent 产品。光环新网和宝信软件先后发布公告，拟投资建设天津宝坻三期项目和宝之华北基地 A4A5A6 楼项目，反映出 AIDC 需求逐步提升。

### ● 持续看好国产 AI 算力产业链、卫星互联网、6G 等七大产业方向

一、AIDC 机房建设（AIDC 机房、柴油发电机、风冷&液冷等）。推荐标的：新意网集团、英维克、宝信软件、润泽科技等；受益标的：科泰电源、金盘科技等。二、IT 侧（国产算力芯片、服务器及电源）。推荐标的：紫光股份、中兴通讯；受益标的：寒武纪、海光信息、浪潮信息、华勤技术、欧陆通等。三、网络侧（交换机及芯片、光通信、AEC 铜连接、CDN 等）。推荐标的：紫光股份、中兴通讯、盛科通信、中际旭创、新易盛等；受益标的：锐捷网络等、博创科技、瑞可达、华丰科技、网宿科技等。四、云计算（公有云、私有云、算力租赁）。受益标的：中国移动、中国电信、中国联通、云赛智联、润建股份、宏景科技、海南华铁、大名城等。五、AI 应用：受益标的：广和通、移远通信、美格智能等。六、卫星互联网：受益标的：海格通信、铖昌科技、臻镭科技、盛路通信等。七、6G：推荐标的：中兴通讯；受益标的：硕贝德、大富科技、盛路通信、武汉凡谷、通宇通讯、世嘉科技、金信诺、信维通信、飞荣达等。

### ● 风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦

## 目 录

1、周投资观点：AI 上游业绩高兑现，美国 AI 需求渐起.....	3
1.1、国内外 AI 算力产业链持续兑现，一季度业绩亮眼.....	3
1.2、维谛：数据中心订单未见放缓，上调 2025 年营收指引，预计北美及亚太地区需求加速 .....	3
1.3、谷歌：谷歌云营业利润率持续增长，AI 大模型及 TPU 持续迭代.....	4
1.4、字节发布多款 Agent 工具，助力 AI 应用落地.....	4
1.5、美国发起 AI 招聘，开启 AI Native Agent 新纪元 .....	4
1.6、光环新网和宝信软件均公告扩容，AIDC 需求持续扩大 .....	4
1.7、投资建议 .....	5
1.8、市场回顾 .....	6
2、通信数据追踪 .....	7
2.1、5G：2025 年 2 月底，我国 5G 基站总数达 432.5 万站.....	7
2.1.1、5G 基建：5G 基站建设情况 .....	7
2.1.2、5G 基建：三大运营商 5G 用户数 .....	7
2.1.3、5G 基建：国内手机及 5G 手机出货量 .....	8
2.2、运营商：创新业务发展强劲 .....	9
2.2.1、运营商：移动云、天翼云、联通云营收情况 .....	9
2.2.2、运营商：中国移动、中国电信、中国联通 ARPU 值 .....	10
3、风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1：5G 基站持续建设，占比超三成（万站） .....	7
图 2：2025 年 2 月，三大电信运营商及广电 5G 移动电话用户数达 10.51 亿户 .....	7
图 3：移动、电信、联通 5G 用户数持续增长（百万户） .....	8
图 4：2025 年 1 月，5G 手机出货量同比有所下降（万部） .....	8
图 5：2024 年移动云营收持续增长（亿元） .....	9
图 6：2024 年天翼云营收持续增长（亿元） .....	9
图 7：2024 年联通云营收稳健增长（亿元） .....	10
图 8：2024 年中国移动 ARPU 值保持稳定（元/户/月） .....	10
图 9：2024 年中国电信 ARPU 值保持稳定（元/户/月） .....	10
图 10：2023 年中国联通 ARPU 值略有减少（元/户/月） .....	11

## 1、周投资观点：AI上游业绩高兑现，美团 AI 需求渐起

### 1.1、国内外 AI 算力产业链持续兑现，一季度业绩亮眼

AI 芯片方面，2025 年 4 月 21 日，海光信息发布 2025 年一季报，公司实现营业收入 24.00 亿元，同比增长 50.76%；实现归母净利润 5.06 亿元，同比增长 75.33%，公司合同负债金额达 32.37 亿元，同比增长 113510.65%，存货达 57.94 亿元，同比增长 239.04%，研发投入达 7.64 亿元，同比增长 16.26%。公司合同负债超预期，且积极备货，并围绕通用计算和人工智能计算市场，持续研发投入，产品竞争力保持市场领先，市场需求不断增加，有望进一步带动公司业绩增长。

AI 服务器方面，2025 年 4 月 25 日，华勤技术发布 2025 年一季报，公司实现营业收入 349.98 亿元，同比增长 115.65%；实现归母净利润 8.42 亿元，同比增长 39.05%；AI 服务器电源方面，2025 年 4 月 25 日，欧陆通发布 2025 年一季报，实现营业收入 8.88 亿元，同比增长 27.65%；实现归母净利润 0.50 亿元，同比增长 59.06%。

AI 光模块方面，2025 年 4 月 24 日，华工科技发布 2025 年一季报，实现营业收入 33.55 亿元，同比增长 52.28%，实现归母净利润 4.1 亿元，同比增长 40.88%；2025 年 4 月 22 日，新易盛发布 2025 年一季报，实现营业收入 40.52 亿元，同比增长 264.13%，实现归母净利润 15.73 亿元，同比增长 384.54%；2025 年 4 月 20 日，中际旭创发布 2025 年一季报，实现营业收入 66.74 亿元，同比增长 37.82%，实现归母净利润 15.83 亿元，同比增长 56.83%。

AI 光器件方面，2025 年 4 月 22 日，致尚科技发布 2025 年一季报，实现营业收入 2.66 亿元，同比增长 52.54%，实现归母净利润 0.24 亿元，同比增长 64.57%；2025 年 4 月 19 日，仕佳光子发布 2025 年一季报，受 AI 算力需求驱动，数通市场快速增长，CPO 有望进一步拉动业绩增长，公司 2025Q1 实现营业收入 4.36 亿元，同比增长 120.57%，实现归母净利润 0.93 亿元，同比增长 1003.78%。

我们认为 AI 产业链公司一季度业绩全面亮眼，验证了国产 AI 算力产业链的高景气度，我们认为随着国内巨头大力投入 AI 训练和 AI 推理，上下游需求有望得到进一步释放，需重视产业链发展及其投资机会。

### 1.2、维谛：数据中心订单未见放缓，上调 2025 年营收指引，预计北美及亚太地区需求加速

2025 年 4 月 23 日，维谛技术发布 2025 年第一季度报告，2025Q1 公司实现净销售额 20.36 亿美元，同比增长 24%，市场地位持续强化，实现营业利润 2.91 亿美元，同比增长 43%，截至 2025Q1，前 12 月订单量同比增长 20%，第一季度订单同比增长 13%，环比增长 21%，下游数据中心需求仍然强劲。

公司获得 iGenius Colosseum 欧洲首个主权 AI 项目，维谛将提供完整的预制高密度数据中心基础设施，包括 Vertiv 冷却、电源、服务等；公司和英伟达持续合作共同开发 GB300 NVL72 供电和制冷设计。

公司上调 2025 年净销售中位数指引至 18%，预计 2025 年全年实现营收 93.25-95.75 亿美元，同比增长 16-19.5%，预计实现调整后营业利润 18.85-19.85 亿美元，实现调整后营业利润率 19.75%-21.25%。

### 1.3、谷歌：谷歌云营业利润率持续增长，AI大模型及TPU持续迭代

2025年4月24日，谷歌发布2025年第一季度报告，2025Q1公司实现营收902亿美元，同比增长12%，其中，谷歌云业务实现营收123亿美元，同比增长28%，实现谷歌云营业利润率提升到17.7%，同比提升8.4个百分点，GCP核心产品、AI基础设施和生成式AI解决方案营收持续增长，盈利能力持续提升。

自研AI模型持续突破，自研芯片持续迭代。在搜索领域，营收保持2位数增长，AI Overviews每月已有超15亿用户。公司在3月份推出了Gemini 2.5 pro系列模型，在推理、编码、科学和数学功能方面持续突破，在多项基准车市中取得SOTA成绩，在Chatbot Arena排名第一。上周推出了2.5 Flash，优化模型的质量和成本，此外，还推出了最新的图像和视频生成模型Imagen 3、Veo 2，以及开源模型Gemma 3，Gemma模型下载量已超过1.4亿次，自今年年初以来，AI Studio和Gemini API的活跃用户增长了200%以上。目前，公司的15款产品约5亿用户都在使用Gemini模型。公司发布了第七代TPU Ironwood，首款专为大规模推理设计的TPU，计算能力提高了10倍以上，同时能效几乎翻倍，同时，公司也是首家提供NVIDIA B200和GB200 Blackwell GPU的云提供商，并将提供他们的下一代Vera Rubin GPU。

公司2025Q1资本开支为171.97亿美元，同比增长43%，其中主要为服务器投资，其次为数据中心，用以支持在Google Services、Google Cloud和Google DeepMind方面的业务增长。公司重视AI和云的投资，当前云的供需关系紧张，预计2025年底云容量将达到较高水平，预计2025年资本开支仍约为750亿美元。

### 1.4、字节发布多款Agent工具，助力AI应用落地

2025年4月22日，字节跳动旗下火山引擎发布Agent Devops体系、AI数据湖服务，帮助垂直领域企业加速Agent开发和运维。Agent Devops体系，在应用搭建阶段，支持合作伙伴发布Agent到应用模板市场，并即将支持MCP协议，Agent Devops可为企业提供从Agent策略规划、能力开发、效果评测、应用发布、线上观测到效果调优的全生命周期管理，保障企业Agent效果达到生产可用。数据是Agent落地的重要生产资料，AI数据湖服务（Lake AI Service, LAS），作为多模态数据湖方案中的重要产品，LAS能够帮助客户快速构建新一代AI数据湖，高效存储、管理和处理多模态数据（文本、图像、音视频等）。

目前，豆包大模型已在汽车、智能终端、互联网、金融、教育科研、零售消费等行业广泛落地，覆盖4亿终端设备，如小米、OPPO、vivo、荣耀、联想、三星等品牌；八成主流车企，如奔驰、宝马、奥迪等；70%系统重要性银行和数十家证券公司，如招商银行、华泰证券等；近七成的C9顶级高校和100多家科研院所，如中科院、北京大学等。豆包大模型生态持续丰富和完善，加速下游应用发展。

### 1.5、美国发起AI招聘，开启AI Native Agent新纪元

4月24日，美团发布AI招聘，岗位类别包括AI基础设施、智能交互、大模型基座、视觉智能、智能产品等，致力于打造一款Native AI Agent产品，基于美团覆盖全国的消费场景和扎实的履约能力，在实现信息建议提供之外，推动AI从虚拟交互走向物理世界的需求满足。

### 1.6、光环新网和宝信软件均公告扩容，AIDC需求持续扩大



2025 年 4 月 18 日，光环新网发布公告，公司拟投资建设天津宝坻云计算基地三期项目，项目规划建设四栋标准数据中心楼、一栋 110KV 变电站及相关配套设施（综合楼等），预计支持 140MW IT 负载（相当于约 31,800 个 4.4KW 等效机柜）。项目总投资约 35.37 亿元人民币。

2025 年 4 月 26 日，宝信软件发布公告，河北宝宣拟启动宝之华北基地 A4A5A6 楼项目。项目总投资约 17.43 亿元人民币。该项目选址在河北省张家口市宣化区宣钢西厂区，拟新建 A4、A5、A6 三栋数据中心楼，B4、B5、B6 三栋柴发楼，周边配套公辅设施、办公及生活设施等，总建筑面积约 76800 平方米。设计机柜约为 7236 个，IT 容量总规模 90MW。

### 1.7、投资建议

展望 2025 年，以字节跳动、阿里巴巴、腾讯等为代表的国内 AI 巨头进入 AI 算力和 AI 应用大规模投入期，我们认为国产 AIDC 算力产业链是核心主攻方向，同时看好 AI 应用、运营商、卫星互联网&6G 等板块投资价值，建议重视七大产业方向：（1）AIDC 机房建设（AIDC 机房、柴油发电机、风冷&液冷、变压器等）；（2）IT 设备（国产 AI 芯片、AI 服务器及电源）；（3）网络设备（交换机路由器及芯片、光模块&光器件&CPO、AEC&铜缆、光纤光缆等）；（4）算力租赁；（5）云计算平台；（6）AI 应用；（7）卫星互联网&6G。

#### 一、AIDC 机房建设（AIDC 机房、柴油发电机、风冷&液冷、变压器等）：

（1）【AIDC 机房】推荐标的：宝信软件、新意网集团、润泽科技；受益标的：光环新网、奥飞数据、万国数据、世纪互联、大位科技、东方国信、科华数据、润建股份、浙大网新、杭钢股份、云赛智联、网宿科技、电科数字、首都在线、南兴股份、铜牛信息等；

（2）【风冷&液冷】推荐标的：英维克；受益标的：同飞股份、银轮股份、申菱环境、网宿科技、科华数据、高澜股份、依米康、飞荣达等；

（3）【柴油发电机】受益标的：科泰电源、泰豪科技、潍柴重机、玉柴国际、重庆机电等；

（4）【变压器】受益标的：金盘科技等。

#### 二、IT 设备（国产 AI 芯片、AI 服务器及电源）：

（1）【国产 AI 芯片】受益标的：寒武纪、海光信息等；

（2）【AI 服务器】推荐标的：中兴通讯、紫光股份；受益标的：浪潮信息、华勤技术、烽火通信等；

（3）【服务器电源】受益标的：欧陆通、麦格米特等。

#### 三、网络设备（交换机路由器及芯片、光模块&光器件&CPO、AEC&铜缆、光纤光缆等）：

（1）【交换机路由器及芯片】推荐标的：紫光股份、中兴通讯、盛科通信；受益标的：锐捷网络、映翰通、东土科技、智微智能、共进股份、菲菱科思等；

（2）【光模块&光器件&CPO】推荐标的：中际旭创、新易盛、天孚通信、中天科技、亨通光电；受益标的：华工科技、光迅科技、长光华芯、仕佳光子、致

尚科技、太辰光、长飞光纤、源杰科技等；

(3)【AEC&铜缆】受益标的：华丰科技、意华股份、博创科技、瑞可达、沃尔核材、鼎通科技、神宇股份、珠城科技等；

(4)【光纤光缆】推荐标的：中天科技、亨通光电；受益标的：长飞光纤、永鼎股份、通鼎互联等。

#### 四、算力租赁：

受益标的：云赛智联、润建股份、宏景科技、利通电子、海南华铁、大名城、鸿博股份、超讯通信、众合科技、协鑫能科、亿田智能、锦鸡股份、亚康股份、汇纳科技、弘信电子、中贝通信、航锦科技等。

#### 五、云计算平台

受益标的：中国移动、中国电信、中国联通、阿里巴巴-W、腾讯控股等。

#### 六、AI 应用：

(1)【AI 模组】受益标的：广和通、移远通信、美格智能、华测导航、鸿泉物联等；

(2)【AI 控制器】受益标的：和而泰、拓邦股份等；

(3)【CDN】受益标的：网宿科技等；

(4)【AI 视频】受益标的：亿联网络、会畅通讯等。

#### 七、卫星互联网&6G

(1)【卫星互联网】受益标的：海格通信、臻镭科技、信科移动-U、铖昌科技、盛路通信、航天环宇、创意信息、佳缘科技、天银机电、航天电子、光库科技、西测测试、震有科技、华力创通、盟升电子、上海瀚讯、信维通信、中国卫星等；

(2)【6G】受益标的：硕贝德、大富科技、盛路通信、武汉凡谷、通宇通讯、世嘉科技、金信诺、信维通信、飞荣达等。

### 1.8、市场回顾

本周（2025.04.21—2025.04.25），通信指数上升 2.93%，在 TMT 板块中排名第一。

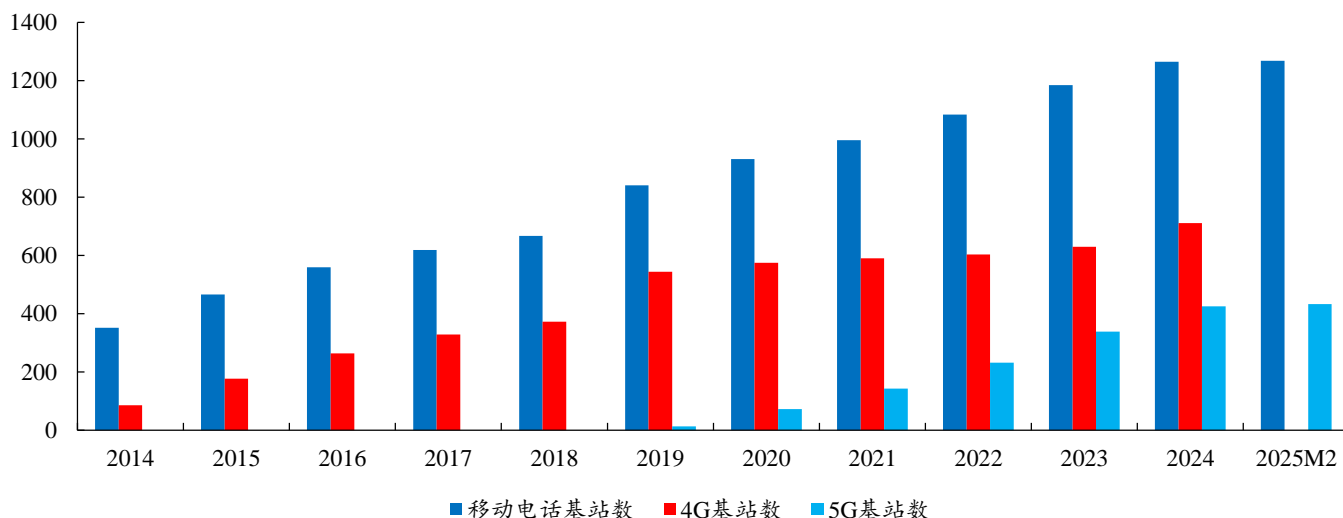
## 2、通信数据追踪

### 2.1、5G：2025 年 2 月底，我国 5G 基站总数达 432.5 万站

2025 年 2 月，我国 5G 基站总数达 432.5 万站，比 2024 年末净增 7.4 万站；2025 年 2 月，三大运营商及广电 5G 移动电话用户数达 10.51 亿户，同比增长 23.50%；2025 年 1 月，5G 手机出货 2363.8 万部，占比 86.8%，出货量同比下降 9.66%。

#### 2.1.1、5G 基建：5G 基站建设情况

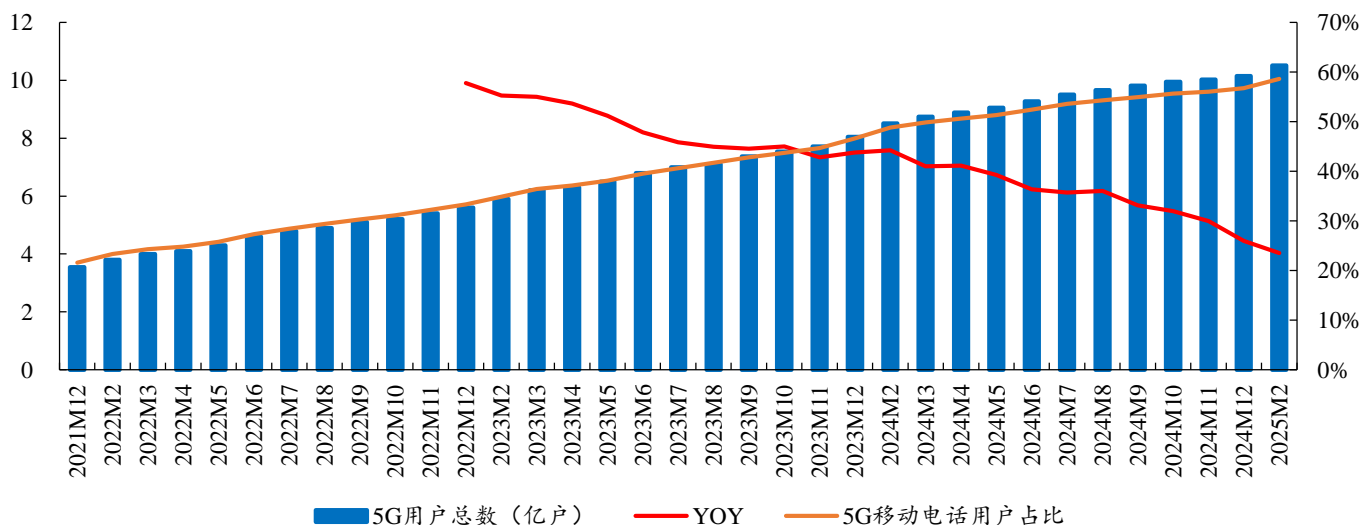
图1：5G 基站持续建设，占比超三成（万站）



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。

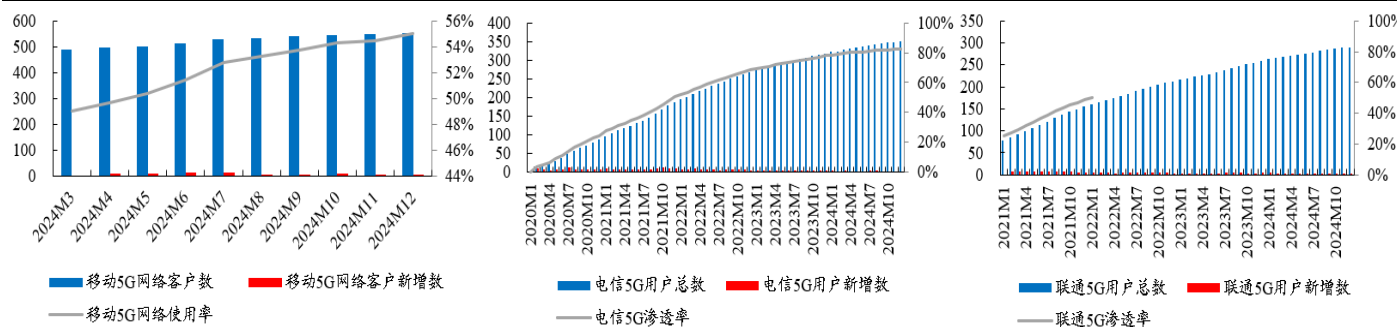
#### 2.1.2、5G 基建：三大运营商 5G 用户数

图2：2025 年 2 月，三大电信运营商及广电 5G 移动电话用户数达 10.51 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。

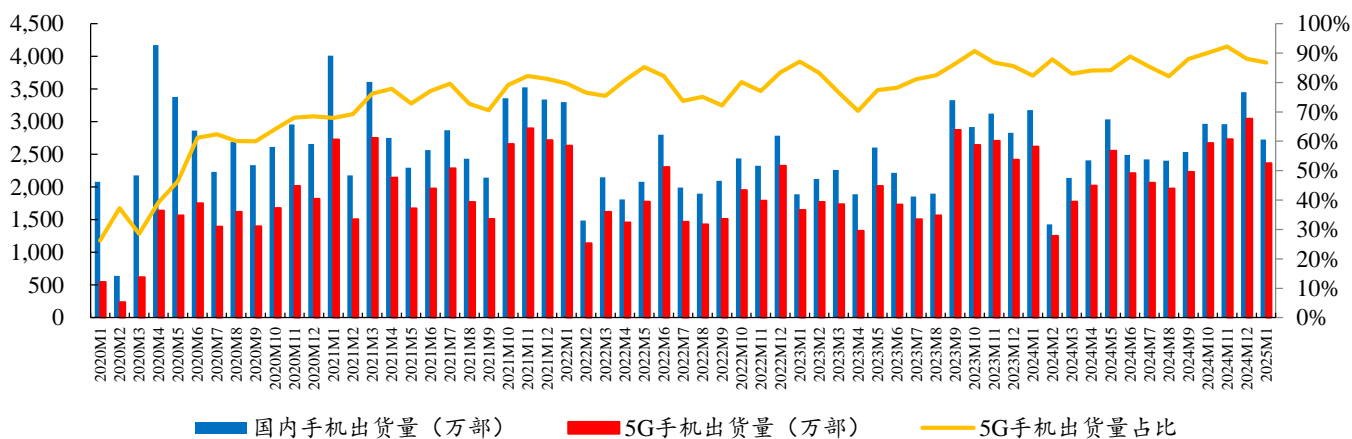
### 图3：移动、电信、联通 5G 用户数持续增长（百万户）



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

## 2.1.3、5G 基建：国内手机及 5G 手机出货量

### 图4：2025 年 1 月，5G 手机出货量同比有所下降（万部）



数据来源：中国信通院、开源证券研究所



## 2.2、运营商：创新业务发展强劲

(1) 云计算方面，三大运营商数据如下：

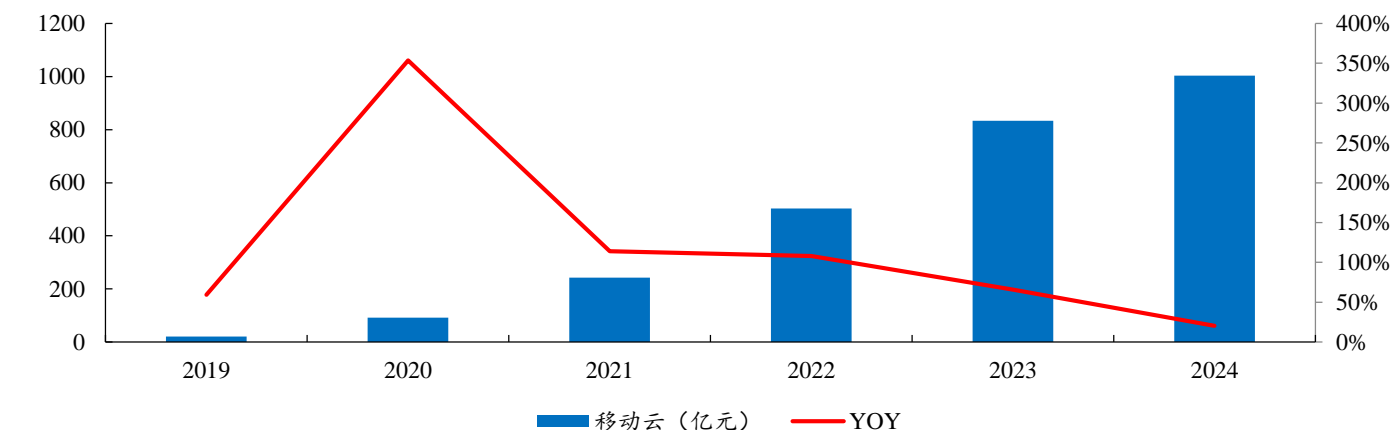
- 1、中国移动：2024 年移动云营收达 1004 亿元，同比增长 20.4%；
- 2、中国电信：2024 年天翼云营收达 1139 亿元，同比增长 17.1%；
- 3、中国联通：2024 年联通云营收达 686 亿元，同比增长 17.1%。

(2) 三大运营商 ARPU 值方面，三大运营商数据如下：

- 1、中国移动：2024 年移动业务 ARPU 值为 48.5 元，同比略减 1.6%；
- 2、中国电信：2024 年移动业务 ARPU 值为 45.6 元，同比略增 0.4%；
- 3、中国联通：2023 年移动业务 ARPU 值为 44.0 元，同比略减 0.7%。

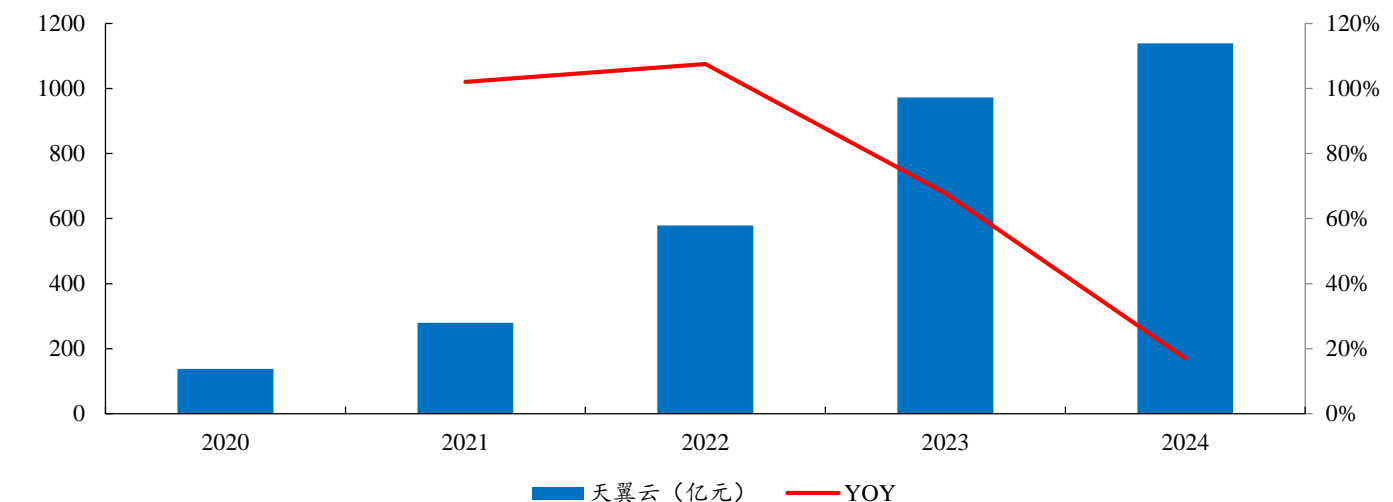
### 2.2.1、运营商：移动云、天翼云、联通云营收情况

图5：2024 年移动云营收持续增长（亿元）

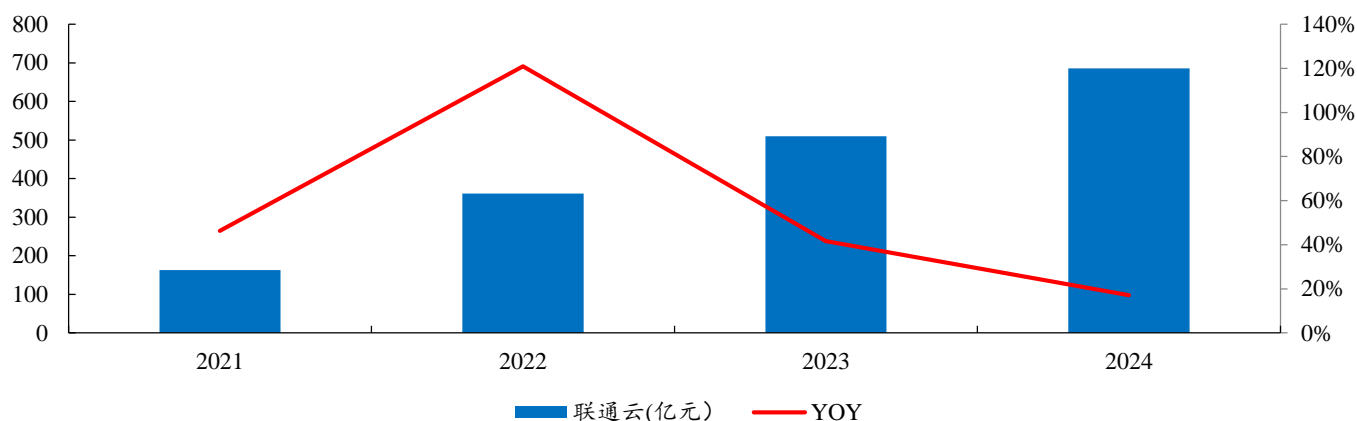


数据来源：中国移动公告、开源证券研究所

图6：2024 年天翼云营收持续增长（亿元）

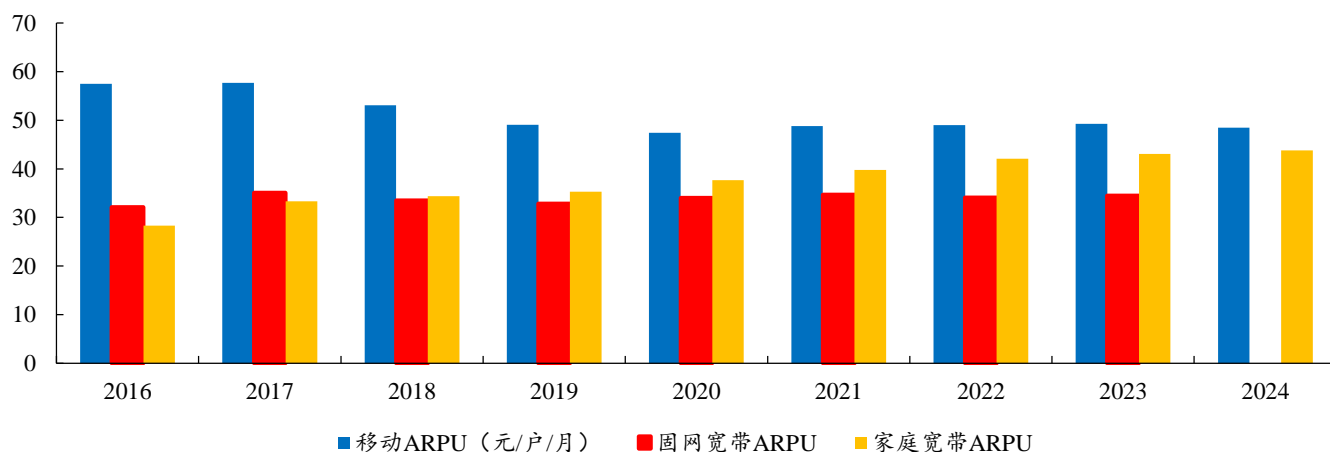


数据来源：中国电信公告、开源证券研究所

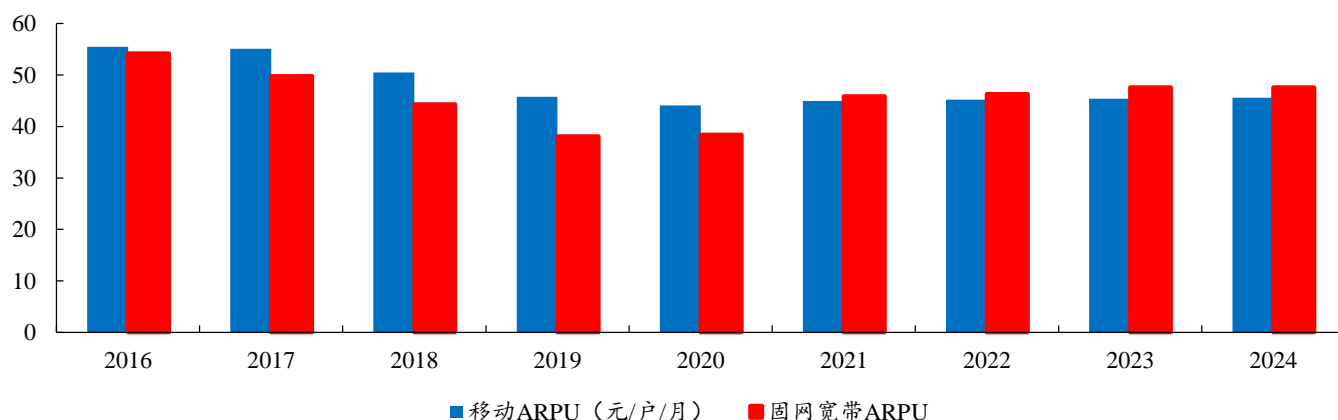
**图7：2024 年联通云营收稳健增长（亿元）**


数据来源：中国联通公告、开源证券研究所，备注：2024 年联通云收入口径优化为融合创新解决方案产生的云 IDC、云资源、云平台、云服务、云集成、云互联、云安全等收入

### 2.2.2、运营商：中国移动、中国电信、中国联通 ARPU 值

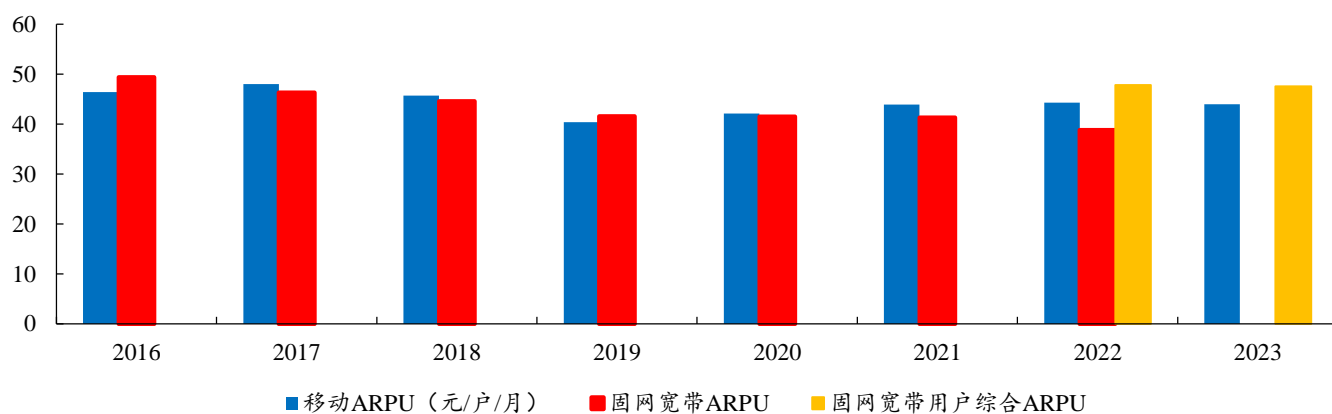
**图8：2024 年中国移动 ARPU 值保持稳定（元/户/月）**


数据来源：中国移动公告、开源证券研究所

**图9：2024 年中国电信 ARPU 值保持稳定（元/户/月）**


数据来源：中国电信公告、开源证券研究所

图10：2023 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

### 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

### 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

### 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

### 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