



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）

zhangzhenzhen@gjq.com.cn

美国商务部升级对华芯片管制，AI 芯片国产替代预计将加速

通信周观点：

1) 美国商务部 5 月 13 日升级对华芯片管制，撤销《AI 扩散规则》并出台三项新规：全球禁用华为昇腾芯片、限制美芯片用于中国 AI 训练、强化供应链审查。此外黄仁勋受访时表示英伟达将重新推出面向中国市场的芯片，但不会再推出 Hopper 系列产品，预计将采用 GDDR7 显存替代 HBM 高带宽内存，以满足美国出口限制要求。我们认为从性能看，国产芯片性能或将大超英伟达改版后芯片性能，利好国产算力芯片。2) 因英伟达 AI 芯片出货量不及预期（GB200 出货不及预期，且 H20 受到管制，NVIDIA 计提约 55 亿美元的与 H20 相关的费用损失），而国内芯片供应增长需要时间，阿里、腾讯等互联网厂商 1Q25 资本支出略低于市场预期。我们认为短期看，互联网厂商全年资本开支可能略有下滑，但这也加速 AI 芯片的国产替代进程。长期看伴随国产 AI 芯片的起量，AI 仍将驱动业务增长。3) 英伟达 5 月 14 日宣布在上海设立 AI 芯片研发中心，并与沙特签署 18000 台 GB300 服务器订单。此举凸显其全球布局战略，将推动高速光模块及液冷技术需求。海外算力基建需求激增，利好服务器代工及高速光模块。

细分赛道：

服务器：1Q25 服务器板块指数略有回调，我们认为主要系：英伟达 GB200 交货延迟及客户采购决策延后，引发市场对短期需求的担忧；AI 服务器毛利率承压，拖累行业情绪。本周看，英伟达与沙特签署 18000 台 GB300 服务器订单，预计将利好工业富联等服务器代工厂。针对服务器上游的 AI 芯片行业，我们认为美国商务部升级对华芯片管制、英伟达新中国特供版芯片性能或大幅降低的消息，将利好国产芯片供应商。

光模块：光模块行业迎来部分修复，新易盛、中际旭创等龙头公司业绩亮眼。受益于 AI 算力需求及公司降本增效，行业整体 1Q25 营收同比增 48%。叠加华为发布 CloudMatrix 384 超节点集群，采用全光互连方案，光模块在算力网络中的战略地位得到强化。前期贸易摩擦担忧已充分消化，板块超跌修复行情启动，行业确定性凸显。

IDC：AI 算力需求增长与政策支持双轮驱动，IDC 行业长期发展逻辑清晰。我们预计资源会进一步向能耗达标、项目储备充分、具备规模优势的 IDC 企业集中。

核心数据更新：

运营商数据维持稳健增长。前 3 个月，三家运营商实现电信主营业务收入 4469 亿元，同比增长 0.7%，按照上年不变价计算的电信业务总量同比增长 7.7%。3 月我国光模块出口数据有所增长，3 月当月同比增长 19.60%；1-3 月累计同比增长 3.18%。1Q25 微软/谷歌/Meta/亚马逊资本支出分别为 167 亿/172 亿/129 亿/250 亿美元，同比+53%/+43%/+102%/+68%。1Q25 腾讯/阿里资本开支分别为 275 亿元/246 亿元，同比+91%/+121%。腾讯 1Q25 资本支出约占当季收入的 15%，基本符合之前腾讯预期资本支出占收入的比例为低两位数百分比。阿里 1Q25 资本支出 246 亿元，略低于此前市场预期。我们认为互联网厂商的资本支出增速略低于预期主要系 AI 芯片供应不足的问题，即，海外芯片采购受到限制，而国内芯片供应增长需要时间。

投资建议与估值

建议关注国内 AI 发展带动的服务器、IDC、交换机、连接器等板块，以及海外 AI 发展带动的服务器、光模块等板块。

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。



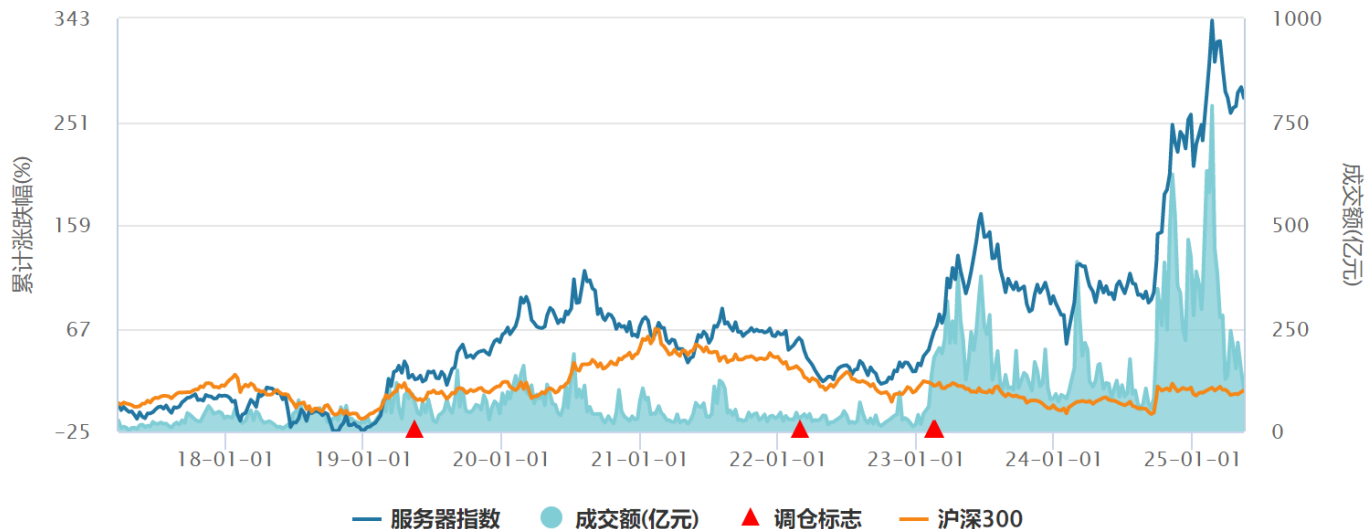
一、细分行业观点

服务器：本周服务器指数-2.51%，本月以来，服务器指数-1.26%。服务器板块指数略有回调，我们认为主要系由于AI芯片供应不足，阿里等互联网厂商资本支出略低于市场预期所致。本周腾讯、阿里公布业绩，腾讯1Q25资本开支同比增长91%至274.8亿元，约占当季收入的15%，基本符合之前腾讯预期资本支出占收入的比例为低两位数百分比。阿里1Q25资本支出仅246亿元，根据此前阿里资本支出计划，未来三年投入超过3800亿元，则平均每个季度的资本支出超过300亿元，因此阿里1Q25资本支出略低于市场预期。我们认为互联网厂商的资本支出增速略低于预期主要系AI芯片供应不足的问题，即，海外芯片采购受到限制，而国内芯片供应增长需要时间。短期看，互联网厂商全年资本开支可能略有下滑，但长期伴随国产AI芯片的起量，仍看好AI驱动业务增长。

全球范围看，英伟达将向沙特阿拉伯人工智能公司Humain供应AI芯片，首个部署阶段将包括一台配备18000块英伟达GB300 Grace Blackwell AI超级计算机，并搭载英伟达InfiniBand网络。此举凸显其全球布局战略，将推动高速光模块及液冷技术需求。我们认为海外算力基建需求将激增，利好工业富联等服务器代工厂商。

针对服务器上游的AI芯片行业，我们认为美国商务部升级对华芯片管制、英伟达新中国特供版芯片性能或大幅降低的消息，将利好国产芯片供应商。美国商务部5月13日升级对华芯片管制，撤销《AI扩散规则》并出台三项新规：全球禁用华为昇腾芯片、限制美芯片用于中国AI训练、强化供应链审查。此外黄仁勋受访时表示英伟达将重新推出面向中国市场的芯片，但不会再推出Hopper系列产品，预计将采用GDDR7显存替代HBM高带宽内存，以满足美国出口限制要求。我们认为从性能看，国产芯片性能或将大超英伟达改版后芯片性能，利好国产算力芯片。

图表1：服务器指数 (8841058.WI) 走势

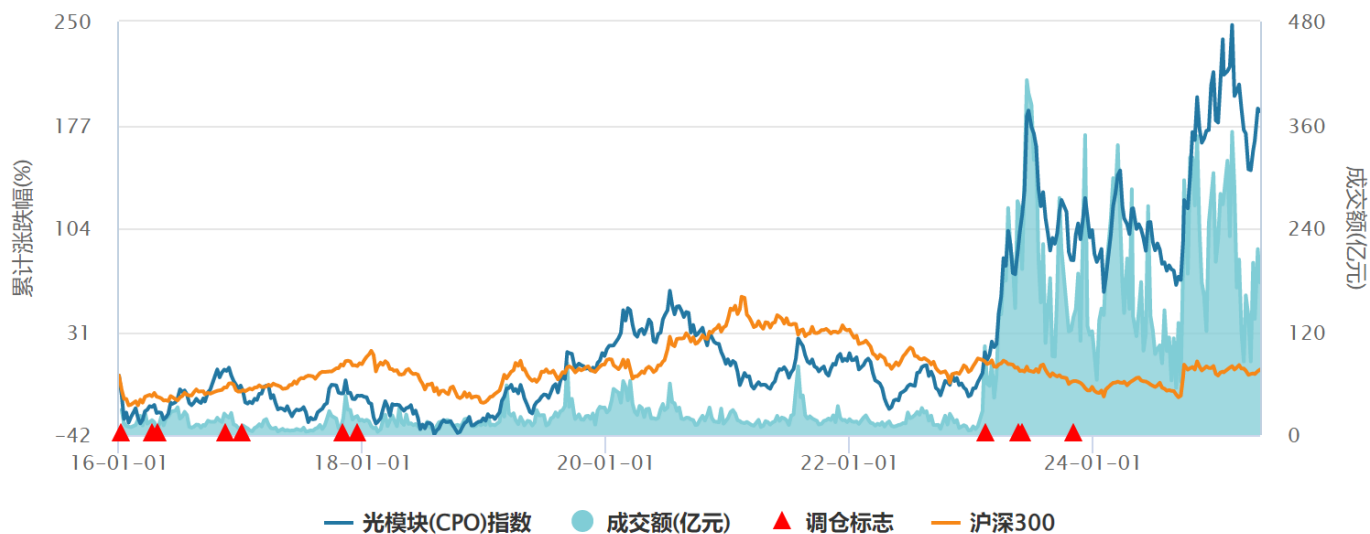


来源：wind，国金证券研究所

光模块：本周光模块指数-0.64%，本月以来，光模块指数+7.88%。行业迎来多重利好驱动，板块呈现业绩与估值双修复态势。从业绩端看，新易盛2024年及2025Q1业绩表现亮眼，营收分别同比增长179%和264%，中际旭创、仕佳光子等公司Q1业绩同样保持高速增长，行业整体营收同比增长48%，主要受益于AI算力需求爆发及企业降本增效措施。本周英伟达与沙特签署18000台GB300服务器订单。我们认为此举凸显将推动高速光模块需求。海外算力基建需求激增，利好中际旭创、新易盛等英伟达链中的高速光模块供应商。市场情绪方面，前期中美贸易摩擦等担忧已在估值层面充分反映，随着龙头公司业绩超预期以及关税风险边际改善，板块迎来超跌后的修复行情，行业发展的确定性进一步凸显。



图表2：光模块(CPO)指数 (8841258.WI) 走势



来源：wind，国金证券研究所

图表3：本周通信板块景气度

板块	景气度指标
运营商	稳健向上
光模块	稳健向上
服务器	稳健向上
交换机	稳健向上
连接器	稳健向上
IDC	加速向上
物联网	加速向上
液冷	高景气维持

来源：国金证券研究所

二、核心数据更新

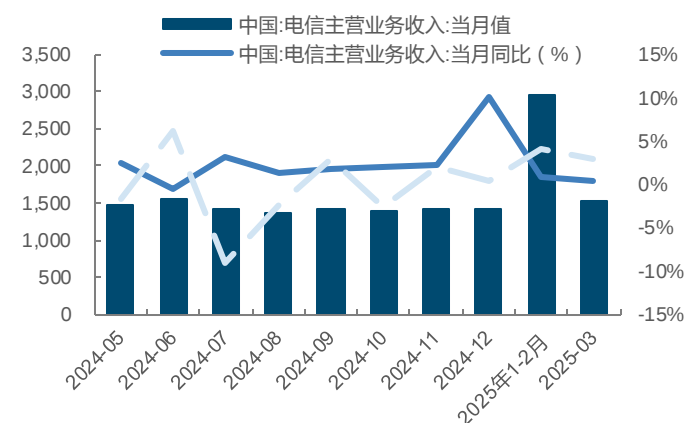
运营商：运营商数据维持稳健增长

2025 年一季度,三家运营商电信主营业务收入累计完成 4469 亿元,同比增长 0.7%。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,2024 年 12 月共完成业务收入 396 亿元,同比增长 66.39%,占环比增长 7.32%。

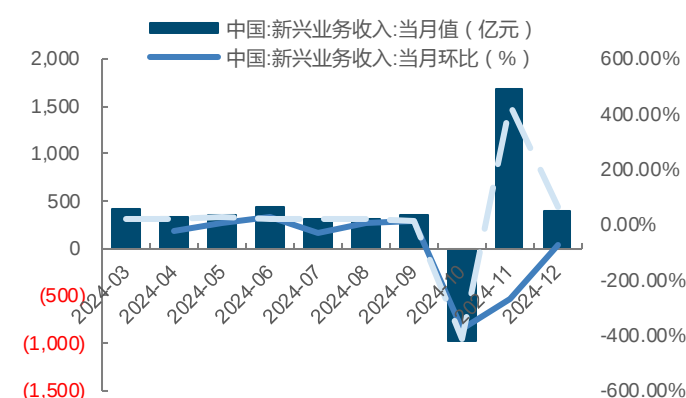


图表4: 2025年3月电信主营业务收入同比增长0.33%

图表5: 2024年12月新兴业务收入同比增长66.39%



来源: wind, 国金证券研究所

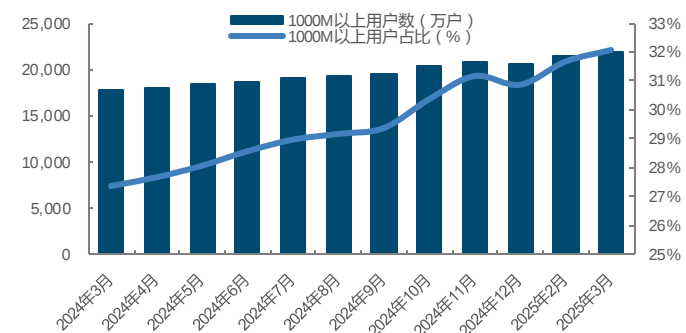


来源: wind, 国金证券研究所

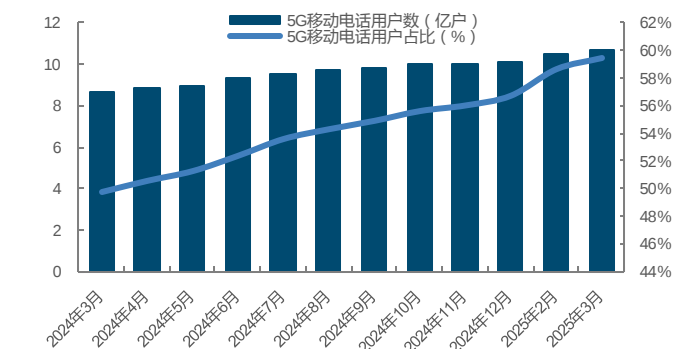
截至 2025 年 3 月, 固定宽带接入用户规模达到 6.78 亿户, 其中千兆用户达 2.18 亿户, 在固定宽带接入用户中占比达到 32.1%, 较上年末提高 1.2 个百分点。截至 3 月末, 我国移动电话用户规模达 18 亿户。其中, 5G 移动电话用户数达 10.68 亿户, 在移动电话用户中占比 59.4%。

图表6: 千兆用户占比超三成

图表7: 截至 3 月末 5G 用户占比近六成



来源: 工信部, 国金证券研究所

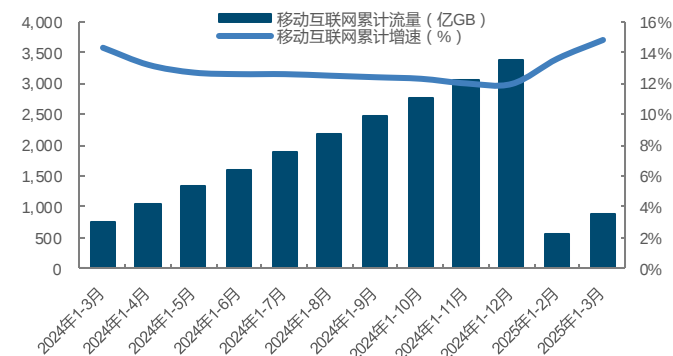


来源: 工信部, 国金证券研究所

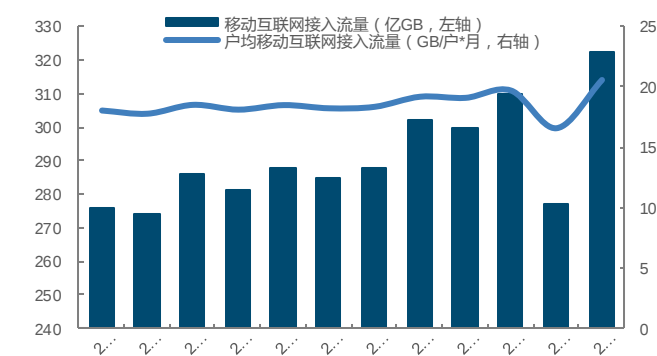
2025 年一季度, 移动互联网累计流量达 876.5 亿 GB, 同比增长 14.8%。截至 3 月末, 移动互联网用户数达 15.77 亿户, 比上年末净增 675.9 万户。3 月当月户均移动互联网月均流量 (DOU) 达 20.56GB/户·月。

图表8: 1-3 月移动互联网累计流量同比增长 14.8%

图表9: 3 月当月 DOU 达 20.56GB/户·月



来源: 工信部, 国金证券研究所

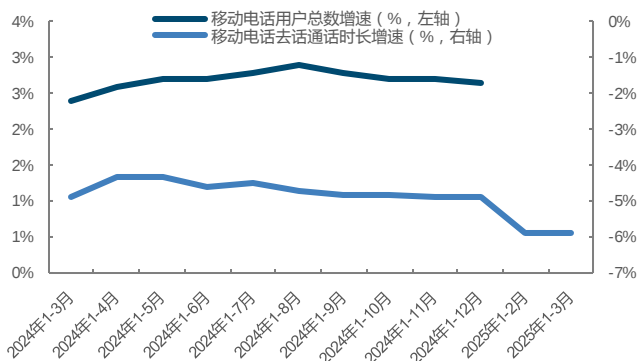


来源: 工信部, 国金证券研究所

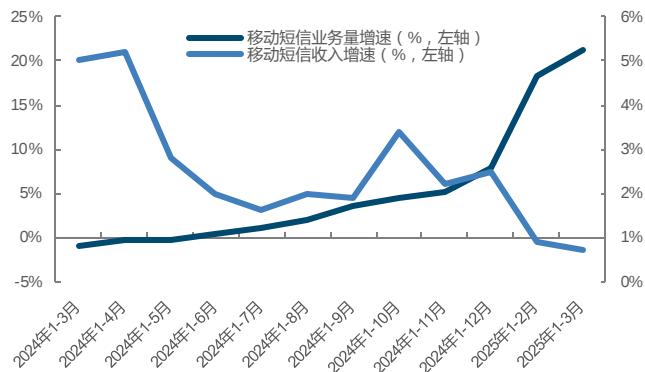
2025 年一季度, 移动电话去话通话时长完成 4961 亿分钟, 同比下降 5.9%; 一季度全国移动短信业务量同比增长 21.2%; 移动短信业务收入同比增长 0.7%。



图表10: 电话通话量持续下滑



图表11: 移动短信业务收入小幅增长

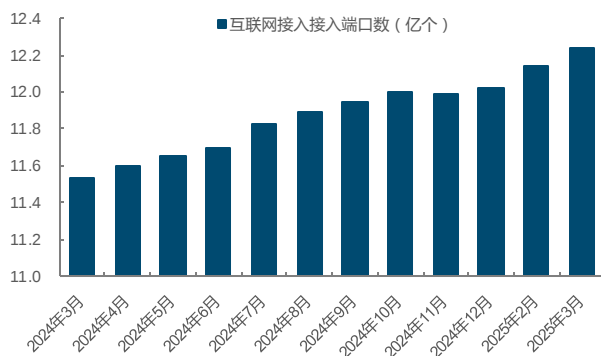


来源：工信部，国金证券研究所

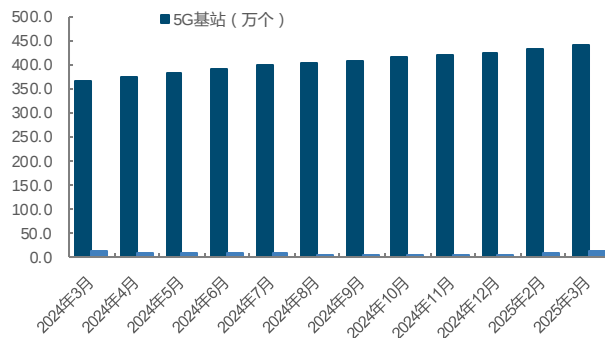
来源：工信部，国金证券研究所

截至2025年3月末，全国互联网宽带接入端口数量达12.24亿个，比上年末净增2191万个。其中，光纤接入（FTTH/O）端口达到11.8亿个，比上年末净增2085万个，占互联网宽带接入端口的96.5%。截至3月末，具备千兆网络服务能力的10G PON端口数达2925万个，比上年净增104.9万个。截至3月末，我国5G基站数达439.5万个，占移动电话基站数比重达34.4%，较上年末提高0.8个百分点。

图表12: 千兆光纤宽带网络建设稳步推进



图表13: 5G网络建设持续推进



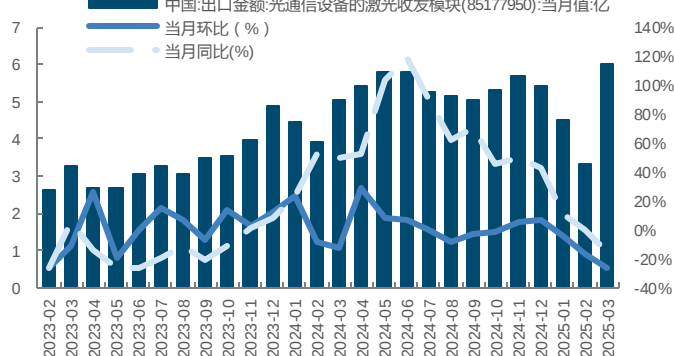
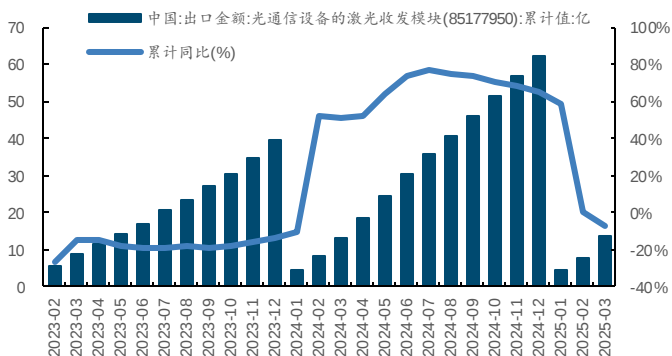
来源：工信部，国金证券研究所

来源：工信部，国金证券研究所

光模块数据：2025年1-3月我国光模块出口数据有所增长，3月当月同比增长19.60%；1-3月累计同比增长3.18%。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14: 1-3月光模块出口金额同比增长3.18%

图表15: 3月光模块出口金额同比增长19.60%



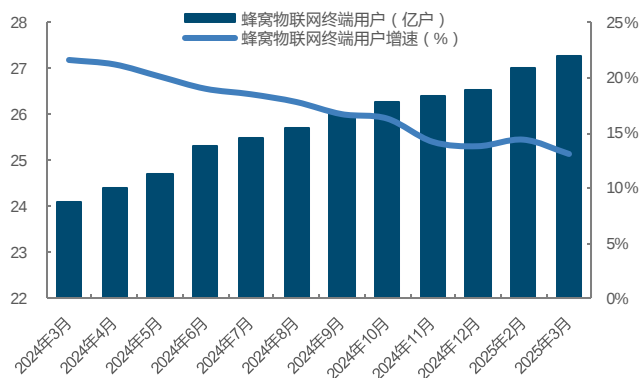
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

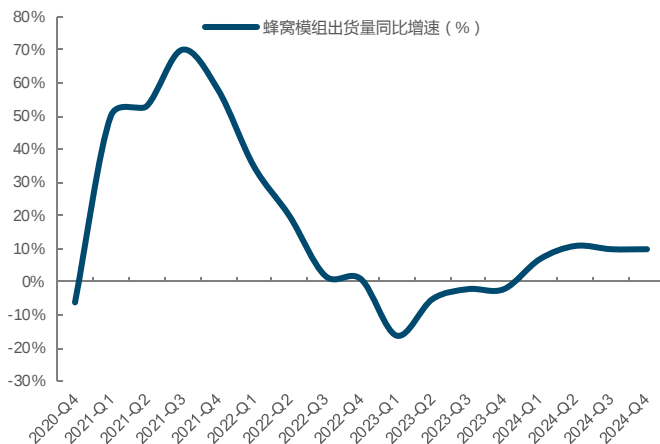
物联网数据：截至2025年3月末，我国移动物联网（蜂窝）终端用户数达27.28亿户，同比增长13.2%，本年净增7218万户。物联网行业需求正在缓慢恢复，2023年全年蜂窝模组出货量同比下降2%，但24年Q4出货量已恢复增长，同比提升10%。预计2025年在AI发展对边缘端算力需求带动下，物联网模组出货量将继续增长。



图表16：截至2月末蜂窝物联网终端用户数同比增长14.5%



图表17：2024年Q4物联网模组出货量同比增长10%



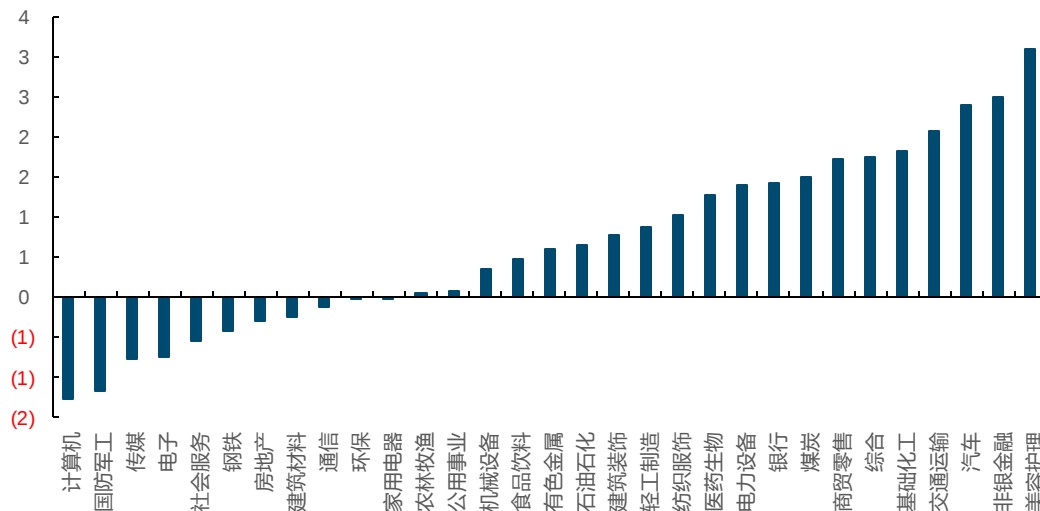
来源：工信部，国金证券研究所

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-0.12%，排名全行业第23。

图表18：板块周涨跌幅排序(%)

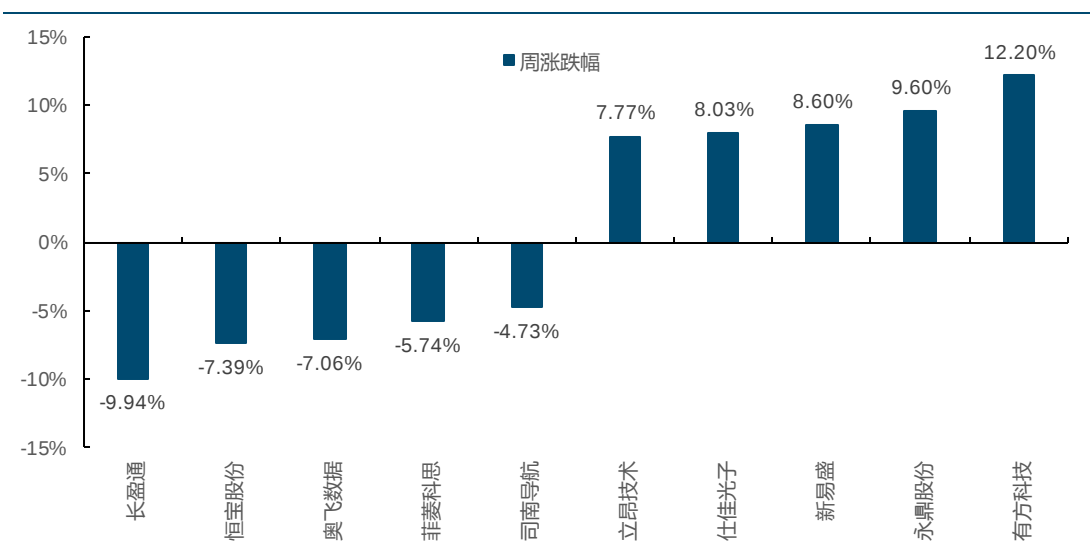


来源：wind，国金证券研究所

从个股情况来看，本周有方科技、永鼎股份、新易盛、仕佳光子、立昂技术为通信（申万）涨幅前五大公司，涨跌幅分别为12.20%、9.60%、8.60%、8.03%、7.77%。通信（申万）跌幅前五为长盈通、恒宝股份、奥飞数据、菲菱科思、司南导航，涨跌幅分别为-9.94%、-7.39%、-7.06%、-5.74%、-4.73%。



图表19：通信板块个股周涨跌幅（剔除*ST公司）



来源：wind，国金证券研究所

四、本周重要新闻

4.1 行业新闻

国内运营商近期在 AI 产业化和网络基建领域动作频频：上海联通发布“UniAI·模赋申城”MaaS 平台，联合商飞、申通等打造 AI+制造/交通/医疗标杆应用；中国电信推出“息壤”智能云平台（算力达 62EFLOPS）并完成全球首个光电协同智算中心组网试验，实现 400G/800G 混合组网突破；中国移动则聚焦医疗领域，展示 AI+医疗成果并启动 7058 台推理设备及 19.5 亿元网络设备集采；河南移动联合华为通过 iNCR 设备创新解决地下场景网络覆盖难题。这些进展显示运营商正加速从基础网络建设向“AI+行业”深度赋能转型，通过技术突破（光电协同组网）和生态合作（华为/中兴等）推动垂直领域智能化升级。

根据 GSMA 今日发布的《2025 年移动性别差距报告》，2024 年中低收入国家 (LMIC) 在缩小移动互联网使用性别差距方面的进展陷入停滞。调查结果显示，女性使用移动互联网的比例仍比男性低 14%，女性网民人数较男性少约 2.35 亿。总体而言，中低收入国家仍有 8.85 亿女性没有接入移动互联网，其中大多数生活在南亚和撒哈拉以南非洲地区。这些数据表明，我们迫切需要所有利益相关者加强关注和投资，共同努力缩小数字性别鸿沟。

在全球工业 4.0 与智能制造变革浪潮席卷下，机器人市场展现出蓬勃发展态势与巨大潜力。据 Statista 预计，2024 年全球机器人市场营收将达到 461.1 亿美元。在此背景下，机器人技术正朝着更智能化、灵巧化、自适应化的方向加速演进。而在这一过程中，机器人不仅需要实现高速精准的运动控制，还要满足在狭小空间作业、长时间稳定运行、低噪音等严苛要求，对核心部件电机的性能提出了前所未有的挑战。

中美经贸高层会谈 10 日至 11 日在瑞士举行，受到国际社会高度关注。当地时间 5 月 12 日上午 9:00，双方发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》。美方承诺取消对中国商品加征的共计 91% 的关税，修改 2025 年 4 月 2 日第 14257 号行政令对中国商品加征的 34% 的对等关税，其中 24% 的关税暂停加征 90 天，保留剩余 10% 的关税。相应地，中方取消对美国商品加征的共计 91% 的反制关税；针对美对等关税的 34% 反制关税，相应暂停其中 24% 的关税 90 天，剩余 10% 的关税予以保留。中方还相应暂停或取消对美国的非关税反制措施。

4.2 公司新闻

科创新源：

科创新源与 Thermazig Limited 签署了关于收购东莞市兆科电子材料科技有限公司股权的《补充协议》延长了排他期限继续商讨交易细节。

阿里巴巴：

在 2025 财年 Q4 季度财报分析师电话会上，阿里巴巴表示，集团剔除大润发和银泰外整体收入同比增长 10%。季度内，阿里巴巴正式完成对高鑫零售和银泰百货的出售，基本形成了 AI+云、电商、其他互联网平台业务的发展阵型。

腾讯：

腾讯控股 (00700.HK) 5 月 14 日发布 2025 年第一季度财报，财报显示，一季度，腾讯实现营收 1800.2 亿元，同比增长 13%，毛利 1004.9 亿元，同比增长 20%，经营利润 (Non-IFRS) 693 亿元，同比增长 18%，净利润 478.2 亿元，同比增长



14%。腾讯 CEO 马化腾表示，今年一季度，腾讯高质量收入保持坚实的增长态势。AI 能力已经对效果广告与长青游戏等业务产生实质性的贡献，亦加大对元宝应用与微信内的 AI 等新 AI 机遇的投入。(来源:财联社)

台积电：

台积电 4 月份营收 115 亿美元，月度营收首次超过 100 亿美元。由于电子企业在特朗普关税生效前争相采购关键芯片，推动公司 5 奈米和 3 奈米产线满负荷运行，公司业绩继续高速增长。月报数据显示，台积电 4 月销售额 3495.7 亿元新台币(合 116 亿美元)，同比增长 48.1%，环比增 22.2%，并刷新历史新高。2025 年 1 至 4 月营收约为 11888.21 亿元新台币，同比增长 43.5%。展望第二季，台积电 4 月中曾预期其合并营收将升至 284~292 亿美元，在新台币平均汇率 32.5 元假设下，毛利率估计为 57-59%。

4.3 海内外大厂重点跟踪

OpenAI：

OpenAI 和微软正在改写双方数十亿美元的合作条款，这是一项高风险谈判，旨在让 OpenAI 能够在未来进行 IPO，同时保证微软在未来继续获得尖端人工智能模型技术的机会。据报道，微软可能会放弃其在 OpenAI 的部分股权，以便在 2030 年之后继续使用 OpenAI 的产品和模型，到 2030 年，两家公司在 2019 年签署协议中的一些原始条款将到期。此次谈判的关键问题在于，若 OpenAI 重组后，微软将获得该公司新划分的营利业务多少股权。北京时间 5 月 15 日凌晨 OpenAI 宣布，应广大用户的要求，GPT-4.1 即日起将直接在 ChatGPT 中提供。GPT-4.1 是一款专攻编码任务和指令遵循的专用模型。Plus、Pro 和 Team 用户将能够通过模型选择器中的“更多模型”下拉菜单访问 GPT-4.1。企业版和教育版用户将在未来几周内获得访问权限。OpenAI 还将推出 GPT-4.1 mini 替代现有的 GPT-4o mini，该版本将在 ChatGPT 中向所有用户开放。

谷歌：

今天凌晨，谷歌 Deepmind 在官网发布了，用于设计高级算法的编程 AI Agent-AlphaEvolve。AlphaEvolve 与谷歌的大模型 Gemini 实现深度集成，用于自动评估通用算法的发现与优化，可以帮助开发人员快速设计出最好、最高效的矩阵算法。简单来说，大模型擅长生成各种想法和算法，但是没人知道这些到底行不行，而 AlphaEvolve 相当于“质检员”，能够按照特定标准来衡量这些想法是否可行。

字节跳动：

今日，字节跳动 Seed 团队发布视觉-语言多模态大模型 Seed1.5-VL，向更优智能体迈大步。Seed1.5-VL 在超过 3Ttokens 的多模态数据上进行预训练，具备更强的通用多模态理解和推理能力，且推理成本显著降低。字节团队表示，尽管 Seed1.5-VL 的激活参数仅有 20B，但其性能可达到与 Gemini2.5Pro 相当的水平，在 60 个公开评测基准中的 38 个上取得 SOTA 表现。(来源:财联社)

xAI：

马斯克曾在 4 月底表示，Grok3.5 是第一个能够准确回答有关火箭发动机或电化学技术问题的人工智能，Grok 是从第一原理推理并得出互联网上根本不存在的回答。马斯克将其在 X 平台的昵称更改为“gorklonrust”，头像也进行了修改，大力推广 Grok。马斯克于当地时间 5 月 12 日在社交平台发文称，Grok3.5“仍太粗糙”，需一周左右打磨(来源:C114)

Meta：

知情人士表示，Meta Platforms 将推迟其旗舰 AI 模型的发布，此举引发内部对其数百亿美元 AI 投资方向的担忧。知情人士称，工程师们正竭力提升名为“巨兽”(Behemoth)的大语言模型性能，员工质疑其改进程度是否足以支撑公开发布。该模型原定 4 月 Meta 首届 AI 开发者大会亮相，后推迟至 6 月，现再度延期至秋季或更晚。(来源:财联社)

英伟达：

据英国金融时报，英伟达正寻求在上海建立一个研发中心，以帮助这家全球领先的人工智能处理器制造商在中国保持竞争力。据了解相关计划的人士称，该研发中心将研究中国客户的具体需求。知情人士表示，上海团队还将参与全球研发项目，包括验证芯片设计、优化现有产品，以及自动驾驶等行业重点研究。英伟达 CEO 黄仁勋还希望确保能够在中国获得顶尖的人工智能人才。

微软：

欧盟委员会 5 月 16 日宣布，微软已提出一系列新承诺，旨在了结有关将 Teams 与 Office 产品捆绑销售的反垄断调查。欧盟委员会就此启动公众咨询。微软提议推出不含 Teams 的 Office365 和 Microsoft365 套件，并以更低价格销售，同时允许用户切换至无 Teams 版本(包括现有合同框架内的用户)。此外，微软承诺提升 Teams 竞争对手与其他微软产品的互操作性，还允许用户将数据迁移出 Teams 以便使用竞品。

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 模型的使用仍受限于诸多因素，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。

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	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：北京市东城区建国门内大街 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