



# 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@gjzq.com.cn

## 阿里考虑平头哥拆分上市，天孚通信发布业绩预告

### 通信周观点：

1) 天孚通信公布业绩预告：公司预计 2025 年实现归母净利润约 18.81 亿元-21.5 亿元，同比增长 40%-60%。AI 行业加速发展与 IDC 建设的推进是公司高速光器件产品需求增长的主因，行业的高景气度得到验证。但由于汇兑损失，财务费用同比上升；此外我们预计光芯片物料紧缺问题也可能对业绩带来负面影响。2) 阿里推动平头哥上市：阿里巴巴集团正考虑将其芯片设计子公司平头哥分拆为独立公司并推动上市，但具体时间表尚未最终确定。我们认为平头哥上市有助于增强阿里在 AI 领域的竞争力，持续看好国产 AI 芯片前景。3) OpenAI 在硬件、AI 应用及融资方面动作频繁：A) OpenAI 或将在 2H26 推出其首款人工智能设备，这款首款由 ChatGPT 驱动的设备可能具备以下特点：口袋大小、能感知用户周围环境与生活情境，并且完全无屏幕。B) ServiceNow 在周二宣布，已与 OpenAI 达成合作协议，旨在利用 OpenAI 的先进模型构建语音对话智能体，让用户能够使用其首选语言进行交流并实时触发诸如创建工单或执行审批等操作。C) OpenAI 计划未来几周在 ChatGPT 的“免费版”和“Go 版”中测试广告，并计划将月费 8 美元的“Go 版”从美国市场推广至所有 ChatGPT 覆盖地区。D) OpenAI CEO 近期一直在与中东的顶级投资者会面，为公司新一轮融资铺路，该轮融资规模可能至少达到 500 亿美元，对应的公司估值约为 7500 亿至 8300 亿美元。4) Anthropic 年化收入规模显著提升伴随利润率下降：Anthropic 的年化收入已从 2025 年夏季的约 40 亿美元提升至 2025 年底的 90 亿美元以上，但下调利润率至 40%。5) 字节跳动旗下 AI Agent 平台“扣子”宣布升级，可通过封装领域知识、标准化操作流程或集成专用工具，将通用 AI 的认知能力与特定任务需求相结合，更贴合实际应用场景中多元化、高标准的任务要求，保证输出稳定性；同时，扣子还将支持用户定制私有技能，将个人经验沉淀封装为可复用的模块。

### 细分赛道：

服务器：本周服务器指数+0.11%，本月以来，服务器指数+7.32%。阿里巴巴集团正考虑将其芯片设计子公司平头哥（T-Head）分拆为独立公司并推动上市。我们认为国产芯片崛起将进一步推动服务器需求抬升。

光模块：本周光模块指数-5.05%，本月以来光模块指数-0.90%。天孚通信发布业绩预告，行业加速发展与 IDC 建设的推进是公司高速光器件产品需求增长的主因，行业的高景气度得到验证。但由于汇兑损失，财务费用同比上升；此外我们预计光芯片物料紧缺问题也可能对业绩带来负面影响。

IDC：本周 IDC 指数-1.51%，本月以来，IDC 指数+8.24%。字节跳动旗下 AI Agent 平台“扣子”宣布 2.0 品牌升级，可通过封装领域知识、标准化操作流程或集成专用工具，将通用 AI 的认知能力与特定任务需求相结合，将个人经验沉淀封装为可复用的模块。我们认为相关应用落地将催生 AI 推理需求，有利于国产链向上。

### 核心数据更新：

电信业务量收增速逐步提升。2025 年前 11 个月，电信业务收入累计完成 16096 亿元，同比增长 0.9%。按照上年不变价计算的电信业务总量同比增长 9.1%。11 月我国光模块出口金额当月同比降低 24.0%；1-11 月累计同比降低 18%。我们认为主要系国内光模块公司纷纷在海外建设工厂所致。3Q25 微软/谷歌/Meta/亚马逊资本支出分别为 167 亿/240 亿/196 亿/351 亿美元，同比+53%/+83%/+133%/+55%。

### 投资建议与估值

建议关注国内 AI 发展带动的服务器、IDC 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

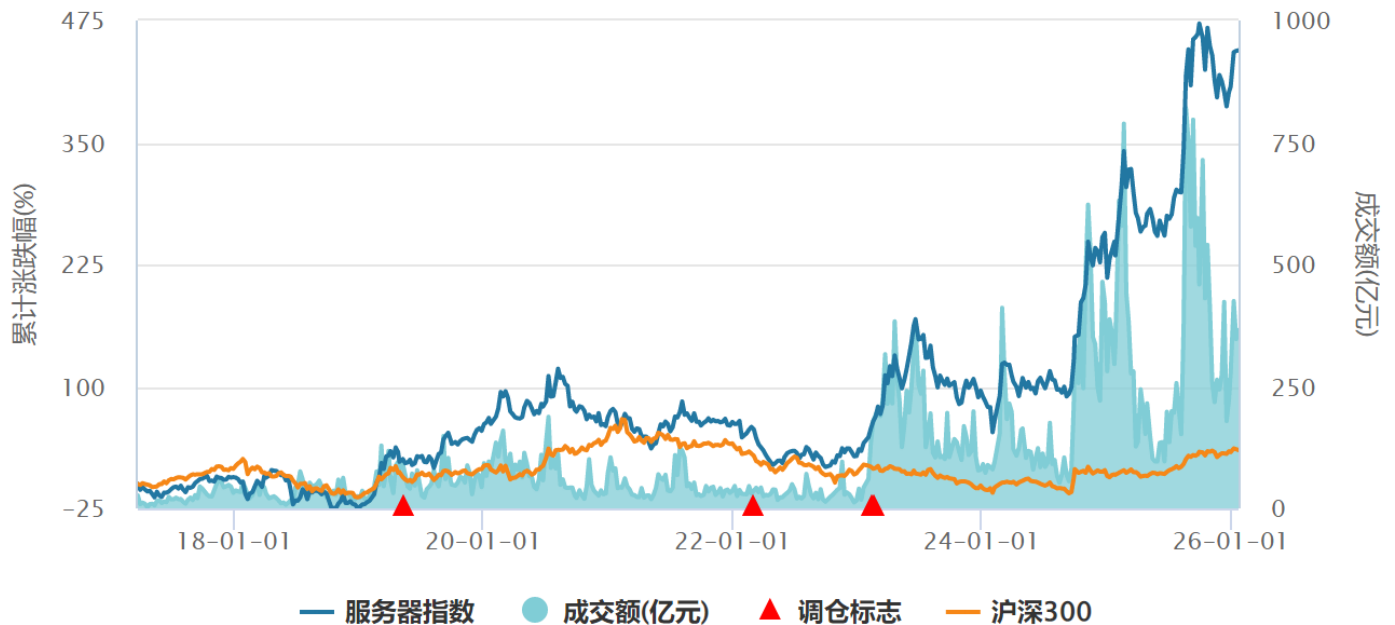
AI 建设不及预期、中美关税波动加剧、原材料供应不足。



## 一、细分行业观点

**服务器：**本周服务器指数+0.11%，本月以来，服务器指数+7.32%。阿里巴巴集团正考虑将其芯片设计子公司平头哥（T-Head）分拆为独立公司并推动上市。我们认为国产芯片崛起将进一步推动服务器需求抬升。

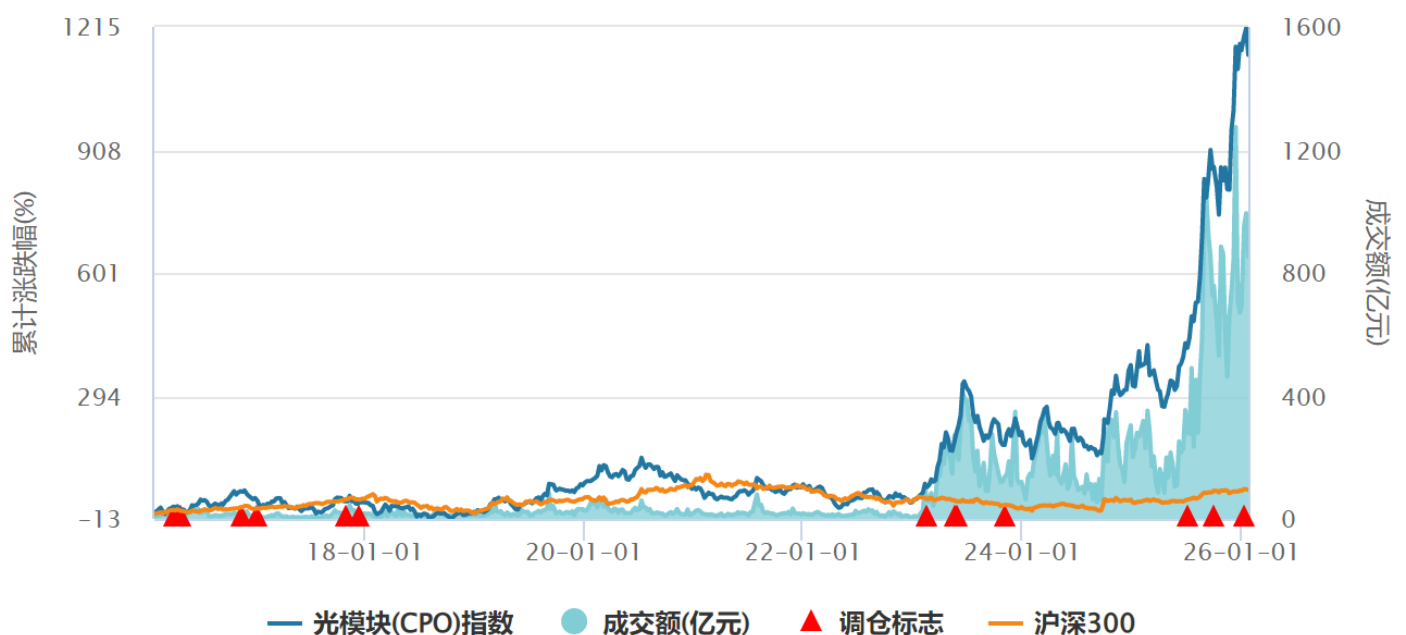
图表1：服务器指数（8841058.WI）走势



来源：wind，国金证券研究所

**光模块：**本周光模块指数-5.05%，本月以来光模块指数-0.90%。天孚通信 21 日盘后发布业绩预告，预计 2025 年实现归母净利润约 18.81 亿元-21.5 亿元，同比增长 40%-60%。行业加速发展与 IDC 建设的推进是公司高速光器件产品需求增长的主因，行业的高景气度得到验证。但由于汇兑损失，财务费用同比上升；此外我们预计光芯片物料紧缺问题也可能对业绩带来负面影响。

图表2：光模块(CPO)指数（8841258.WI）走势

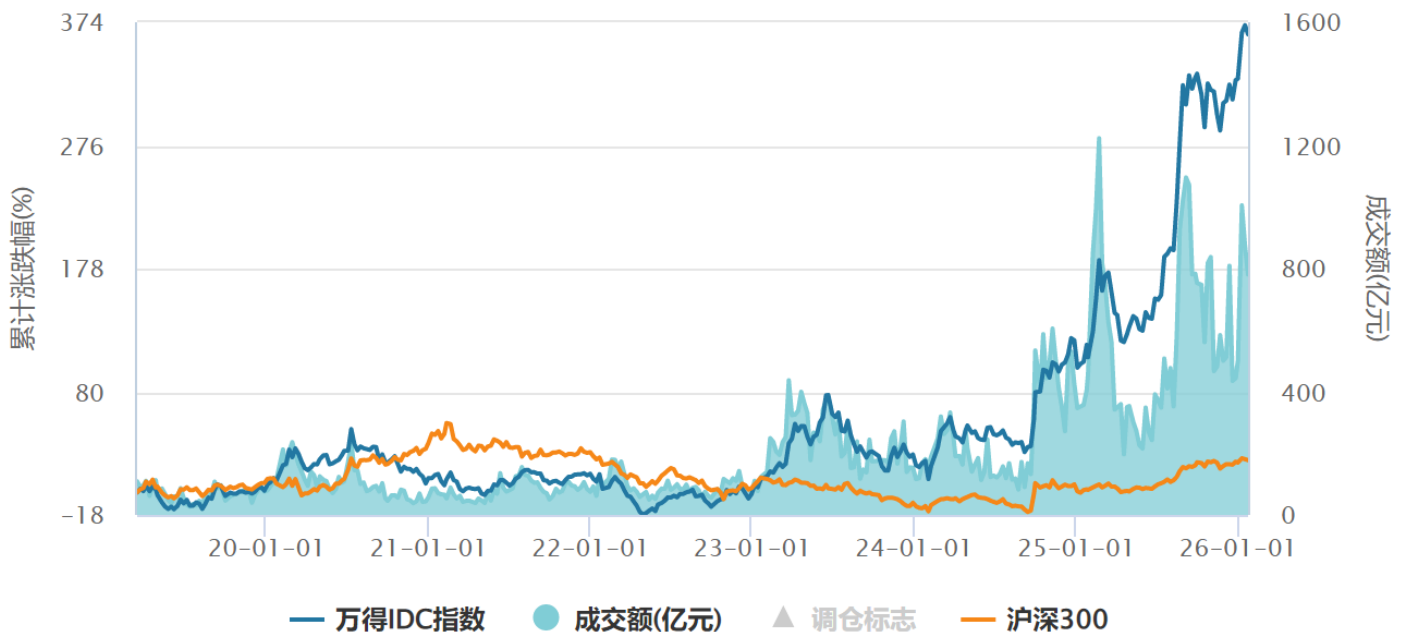




来源: wind, 国金证券研究所

**IDC:** 本周 IDC 指数-1.51%，本月以来，IDC 指数+8.24%。字节跳动旗下 AI Agent 平台“扣子”宣布 2.0 品牌升级，可通过封装领域知识、标准化操作流程或集成专用工具，将通用 AI 的认知能力与特定任务需求相结合，将个人经验沉淀封装为可复用的模块。我们认为相关应用落地将催生 AI 推理需求，有利于国产链向上。

图表3: IDC 指数 (866052.WI) 走势



来源: wind, 国金证券研究所

图表4: 本周通信板块景气度

板块	景气度指标	本期景气度说明
运营商	稳健向上	5G 投资周期结束，电信行业端承压，但云与 IDC 业务放量接力成长，整体景气度稳健向上。
光模块	稳健向上	天孚通信发布业绩预告，预计 2025 年实现归母净利润约 18.81 亿元-21.5 亿元，同比增长 40%-60%，高速光器件产品需求持续增长
服务器	稳健向上	OpenAI 计划推动新一轮融资，AI 应用落地带动算力需求持续增长。
交换机	稳健向上	高速交换机放量，国产交换机有望在 Scale-up 域实现突破。
连接器	稳健向上	Rubin NVL72 机架中用到的铜缆有 2 英里长，预计铜缆方案仍有一定的生命力。
IDC	加速向上	字节跳动旗下 AI Agent 平台“扣子”宣布 2.0 品牌升级，阿里正考虑将平头哥分拆为独立公司并推动上市，看好国产芯片、国产大模型、国产应用携手共进，加速国产链向上。
物联网	加速向上	字节“豆包”AI 眼镜即将进入出货阶段，将分版本推出，AI 端侧有望突破。
液冷	高景气维持	Rubin NVL72 机架采用 100%液冷，且支持 45 摄氏度进水温度，无需高能耗的冷水机组，液冷渗透加速。

来源: 雅虎新闻, 华尔街见闻, 新浪财经, 金融投资报, IT之家, 国金证券研究所

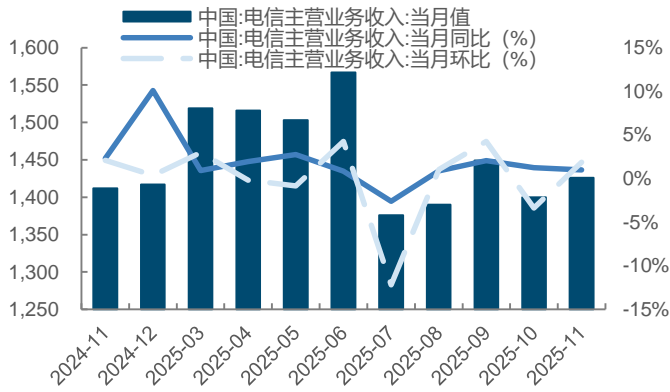
## 二、核心数据更新

### 运营商: 运营商数据维持稳健增长

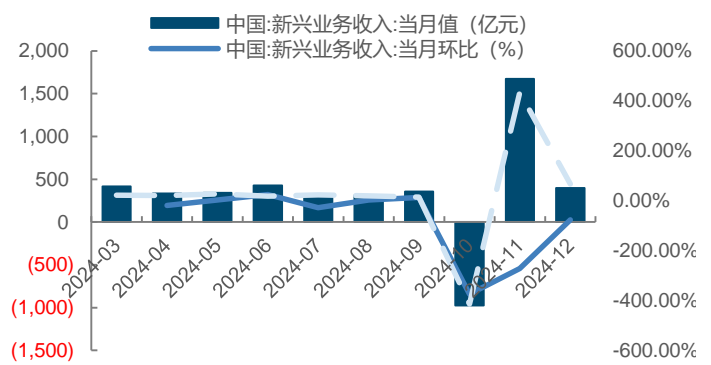
2025 年前 11 个月，电信业务收入累计完成 16096 亿元，同比增长 0.9%。三家基础电信企业积极发展 IPTV、互联网数据中心、大数据、云计算、物联网等新兴业务，2024 年 12 月共完成业务收入 396 亿元，同比增长 66.39%，占环比增长 7.32%。



图表5: 2025年11月电信主营业务收入同比增加1%



图表6: 2024年12月新兴业务收入同比增长66.39%

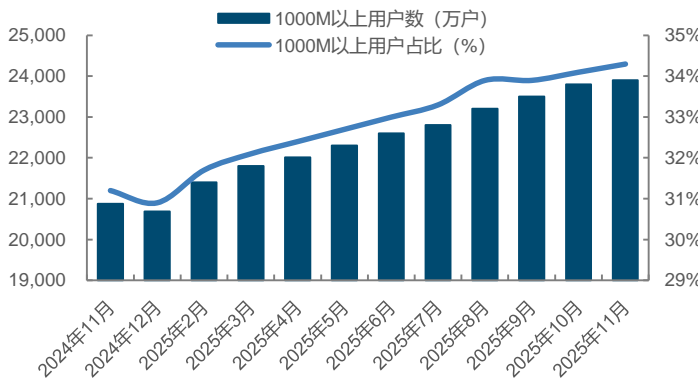


来源: wind, 工信部, 国金证券研究所

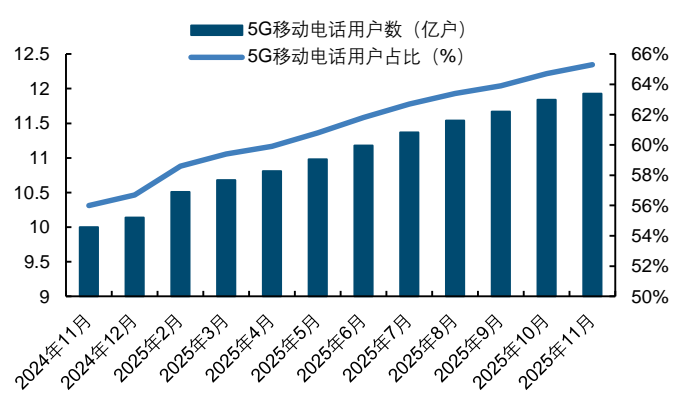
来源: wind, 国金证券研究所

截至2025年11月, 固定宽带接入用户规模达到6.97亿户, 其中千兆用户达2.39亿户, 在固定宽带接入用户中占比达到34.3%, 较上年末提高3.4个百分点。截至11月末, 我国移动电话用户规模达18.28亿户。其中, 5G移动电话用户数达11.93亿户, 在移动电话用户中占比65.3%。

图表7: 千兆用户占比超三成



图表8: 截至11月末5G用户占比超六成

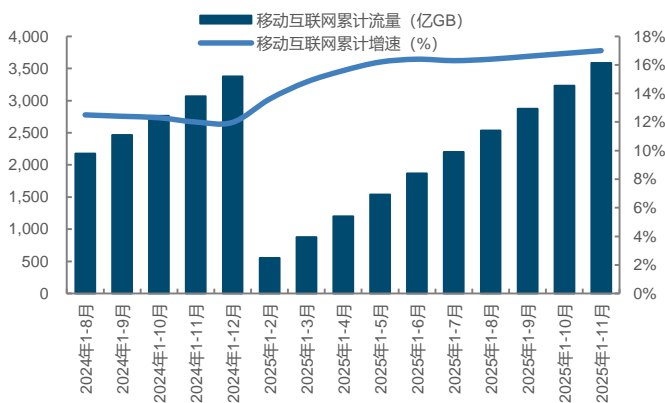


来源: 工信部, 国金证券研究所

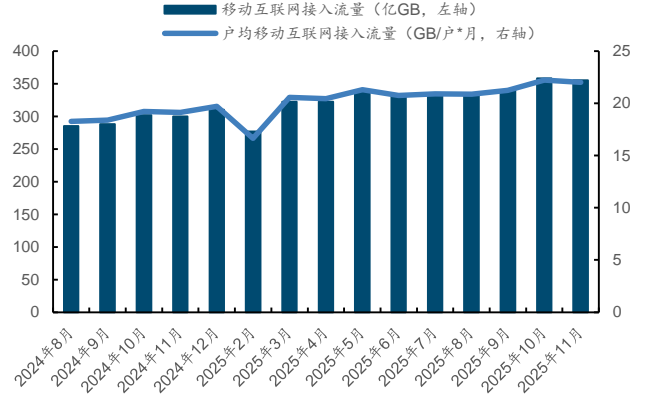
来源: 工信部, 国金证券研究所

2025年前11个月, 移动互联网累计流量达3587亿GB, 同比增长17%。截至11月末, 移动互联网用户数达16.09亿户, 比上年末净增3924万户。11月当月户均移动互联网接入流量(DOU)达到22GB/户·月。

图表9: 1-11月移动互联网累计流量同比增长17%



图表10: 11月当月DOU达22GB/户·月



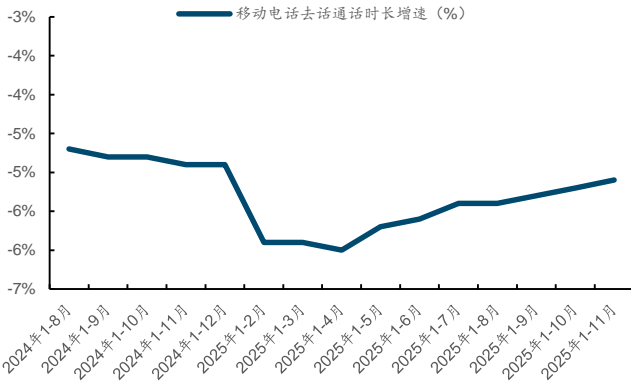
来源: 工信部, 国金证券研究所

来源: 工信部, 国金证券研究所

2025年前11个月, 移动电话去话通话时长完成1.9万亿分钟, 同比下降5.1%; 前11个月, 全国移动短信业务量同比增长17.2%; 移动短信业务收入同比下降1.7%。

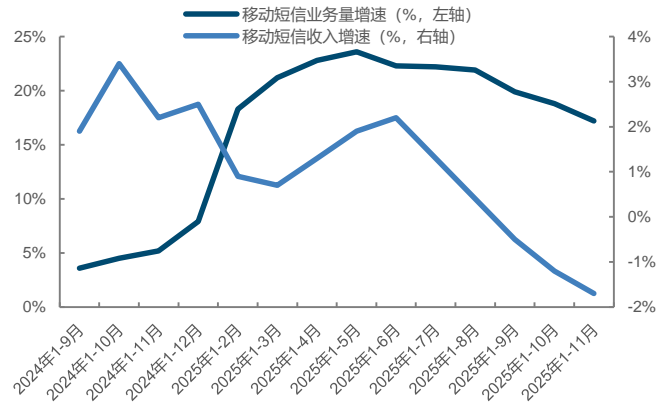


图表11: 电话通话量持续下滑



来源: 工信部, 国金证券研究所

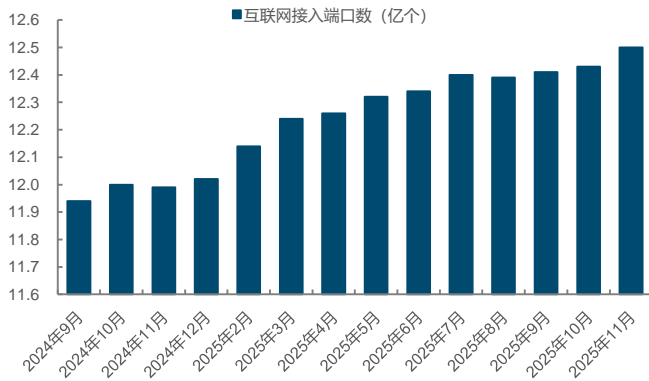
图表12: 移动短信业务量快速增长



来源: 工信部, 国金证券研究所

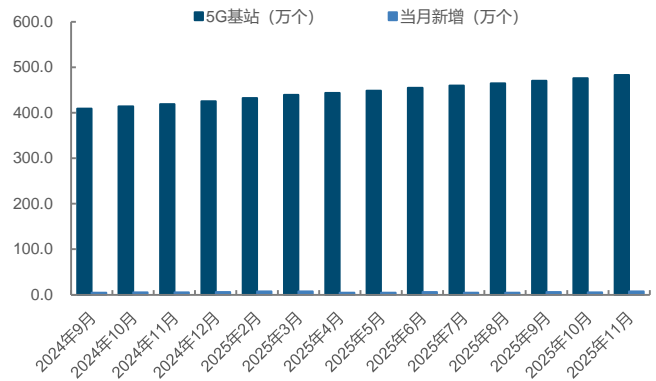
截至 2025 年截至 11 月末, 全国互联网宽带接入端口数量达 12.5 亿个, 比上年末净增 4811 万个。截至 11 月末, 具备千兆网络服务能力的 10G PON 端口数达 3134 万个, 比上年末净增 313.3 万个。截至 11 月末, 5G 基站总数达 483 万个, 当月新增 7.2 万个。

图表13: 千兆光纤宽带网络建设稳步推进



来源: 工信部, 国金证券研究所

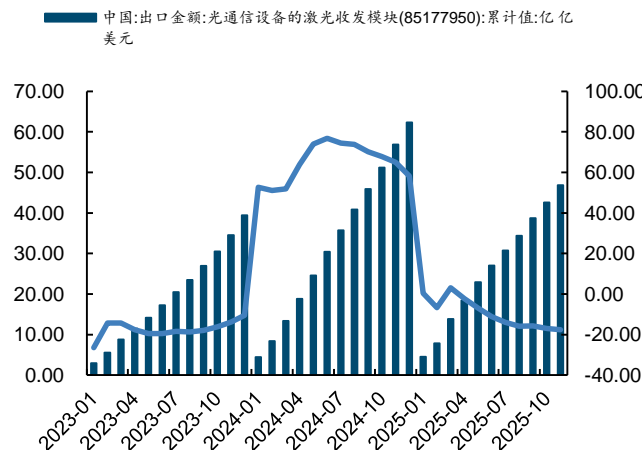
图表14: 5G 网络建设持续深化



来源: 工信部, 国金证券研究所

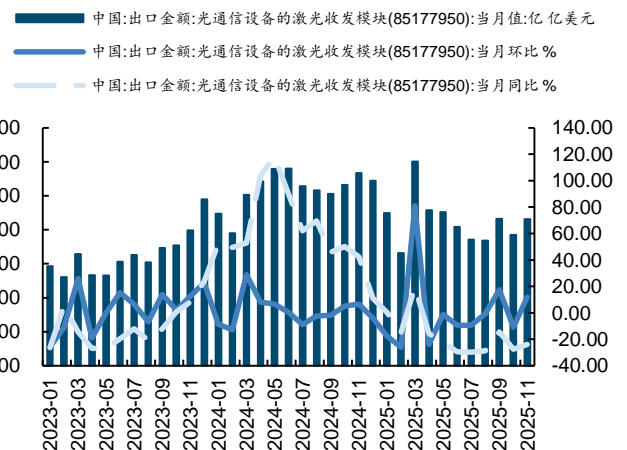
光模块数据: 2025 年 1-11 月我国光模块出口数据下降, 11 月当月同比下降 24.02%; 1-11 月累计同比下降 17.62%。我们认为国内光模块出口数据下降主要系国内光模块厂商持续在海外当地建设工厂的原因。行业整体看 2025 年海外云厂商需求预计将持续旺盛, 国产厂商有望拿到更多份额。

图表15: 1-11 月光模块出口金额同比下降 18%



来源: wind, 国金证券研究所

图表16: 11 月光模块出口金额同比下降 24%



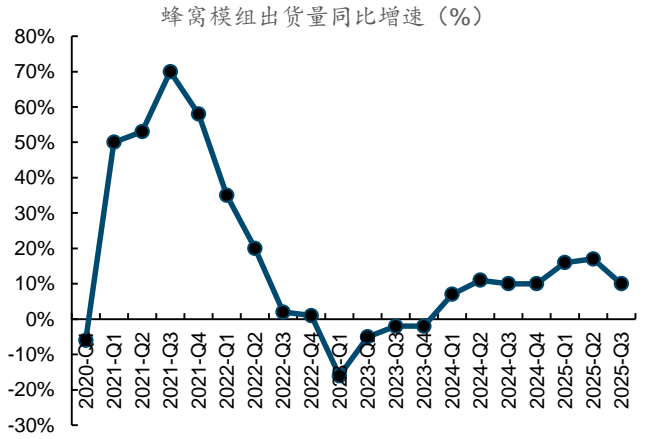
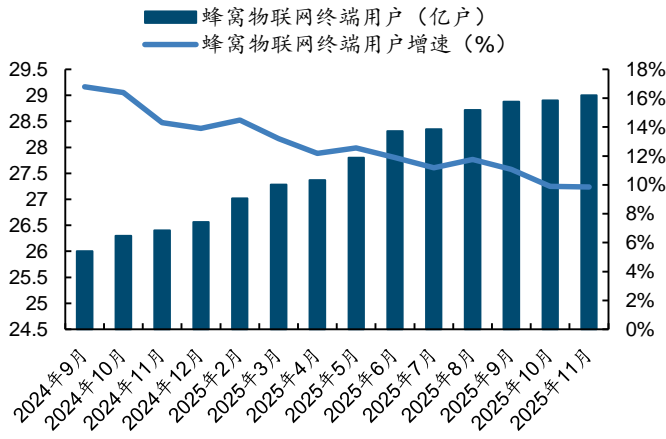
来源: wind, 国金证券研究所



**物联网数据：**截至 2025 年 11 月末，我国移动物联网（蜂窝）终端用户数达 29 亿户，同比增长 9.85%，本年净增 2.44 亿户。物联网行业需求正在缓慢恢复，自 2024 年 Q1 起，物联网模组出货量均保持同比正增长。3Q25 全球物联网模组出货量同比增长 10%。

**图表17：截至 11 月末蜂窝物联网终端用户数同比增长 9.85%**

**图表18：2025 年 Q3 物联网模组出货量同比增长 10%**



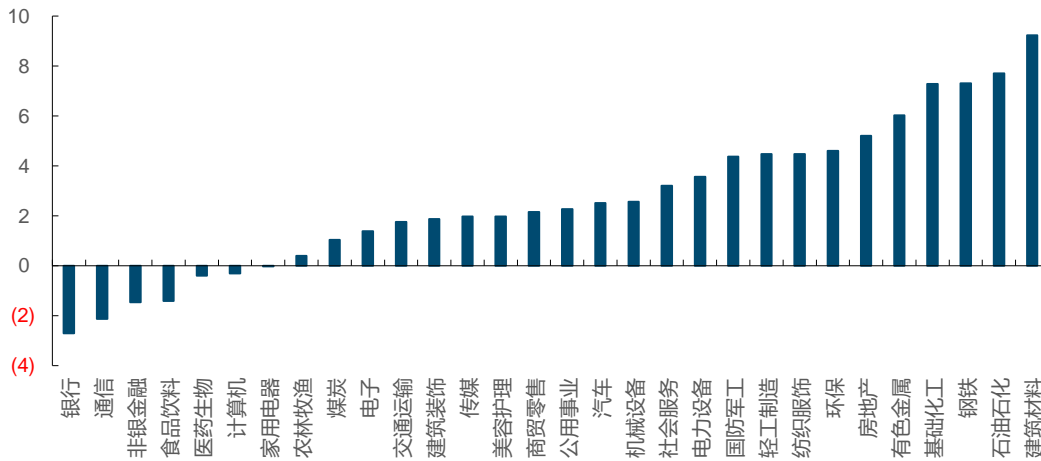
来源：工信部，国金证券研究所

来源：国金证券数字未来实验室，半导纵横，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-2.12%，排名全行业第 29。

**图表19：板块周涨跌幅排序 (%)**

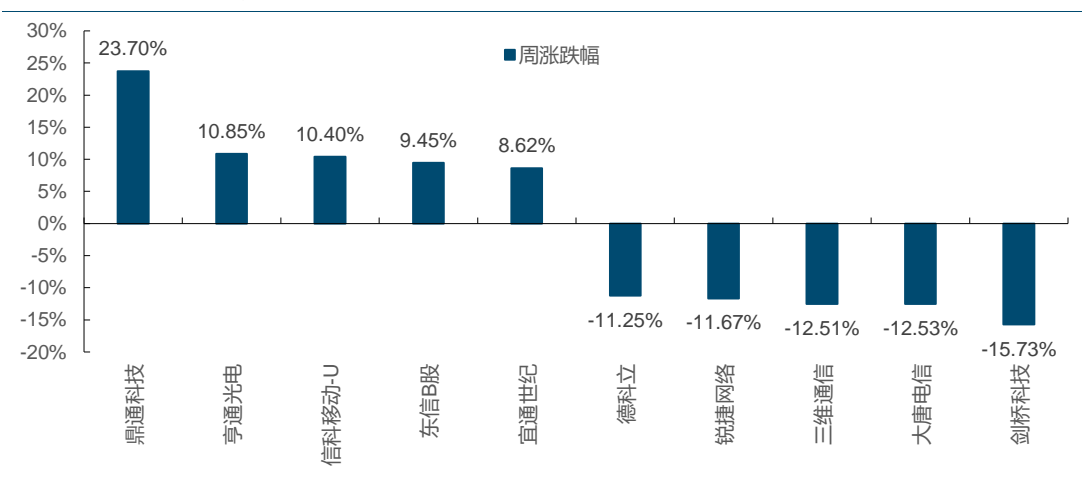


来源：wind，国金证券研究所

从个股情况来看，本周鼎通科技、亨通光电、信科移动、东信 B 股、宜通世纪为通信（申万）涨幅前五大公司，涨跌幅分别为+23.70%、+10.85%、+10.40%、+9.45%、+8.62%。通信（申万）跌幅前五为德科立、锐捷网络、三维通信、大唐电信、剑桥科技，涨跌幅分别为-11.25%、-11.67%、-12.51%、-12.53%、-15.73%。



图表20: 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

1月22日消息,工业和信息化部办公厅近日印发《关于全面开展算力态势感知自动化监测工作的通知》,要求到2026年底,实现全国31个省(自治区、直辖市)及重点算力企业算力资源数据的自动化监测,基本建成覆盖全国、标准统一、智能高效的算力态势感知自动化监测体系,监测数据质量、智能分析能力、监测结果应用水平有效提升。下一步,工业和信息化部将加强《通知》的宣贯解读,指导各地区、各企业稳妥推进算力态势感知自动化监测工作,持续推动优化算力资源合理部署,构建高速敏捷算力支撑网络,推进算力资源精细化、智能化、高效化供需匹配,不断提升算力资源配置效率。

欧盟委员会于当地时间1月20日公布《欧盟网络安全法》修订草案,计划在包括5G通信、半导体、电力系统、自动驾驶、医疗设备等18个关键领域,逐步淘汰所谓“高风险供应商”的组件和设备。根据欧盟委员会披露的信息,此次修订的一个核心变化在于,将此前作为自愿性指南的“供应链工具箱”,正式纳入具有法律约束力的强制执行框架,并把涉及的行业范围扩大了。按照欧盟立法程序,修订后的《欧盟网络安全法》仍需在未来几个月内,与成员国政府和欧洲议会展开多轮磋商,最终在三方达成一致后方能正式生效。草案中有关“高风险供应商”的定义、名单制定机制及实施节奏,仍存在调整空间。

### 4.2 公司新闻

阿里巴巴:

1月22日,彭博社援引知情人士消息称,阿里巴巴集团正考虑将其芯片设计子公司平头哥(T-Head)分拆为独立公司并推动上市。根据相关计划,阿里拟先将平头哥重组为一家员工部分持股的独立实体,后续再视市场情况启动首次公开募股(IPO),具体时间尚未最终确定。该消息发布后,阿里巴巴在美股盘前交易中迅速上涨,涨幅一度超过4%。

天孚通信:

1月21日盘后,天孚通信发布2025年度业绩预告,公司预计2025年实现归属于上市公司股东的净利润约18.81亿元-21.5亿元,同比增长40.00%-60.00%;预计2025年实现扣非净利润约18.29亿元-21.08亿元,同比增长39.19%-60.4%,但逊于Wind一致预期。天孚通信指出,人工智能行业的加速发展以及全球范围内数据中心建设的推进,带来了高速光器件产品需求的持续稳定增长。这一趋势有效抵消了部分宏观因素的不利影响,不仅带动了营收规模扩大,也验证了行业的高景气度。

腾景科技:

1月21日晚间,腾景科技公告称,公司收到某客户C子公司的采购订单,总金额为1280万美元(约为8915万元人民币),产品为二维准直器阵列。据介绍,本次订单供货产品二维准直器阵列为公司在光通信领域高端光器件的重点产品之一,可满足下游OCS光交换机厂商对于不同端口数量规格的准直器阵列产品的定制化需求,为AI算力中心及超大规模光互联网络建设提供关键元器件支持。

剑桥科技:

剑桥科技1月17日发布业绩预增公告,预计2025年度实现归属于上市公司股东的净利润2.52亿元至2.78亿元,较上年同期增加8,531.88万元至1.11亿元,同比增长51.19%至66.79%。公告显示,公司预计2025年度实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为2.49元至2.75亿元,与上年同期相比增加9,774.57万元至1.24亿



元，同比增幅达 64.62%至 81.81%。公告指出，公司三大核心业务——高速光模块、宽带接入及无线接入业务的协同发展是本期业绩持续增长的直接驱动力。

#### 4.3 海内外大厂重点跟踪

##### 字节跳动：

IT之家1月19日消息，字节跳动旗下 AI Agent 平台“扣子”宣布 2.0 品牌升级，集成了 Agent Skill、Agent Plan、Agent Coding、Agent Office 能力。通过封装领域知识、标准化操作流程或集成专用工具，扣子能够将通用 AI 的认知能力与特定任务需求相结合，更贴合实际应用场景中多元化、高标准的任务要求，保证输出稳定性；扣子可根据任务场景，智能调用或组合多个已安装技能，让 Agent Skills 提供综合性解决方案；用户还可利用扣子提供的工具，为自己量身定制私有技能，还可以将个人经验沉淀封装为可复用的模块。

##### Google：

1月20日财联社消息，据了解 Gemini 销售的人士透露，过去一年，谷歌销售 Gemini AI 模型的业务激增。Gemini API 调用量已增长逾一倍，达到 850 亿次；Gemini 企业已增长至 800 万订阅用户。知情人士表示，这有望提升 Google Cloud 服务器销售这一核心业务的收入，因为客户用于 AI 领域的资金往往会导致他们在其他 Google 产品上产生额外支出。

##### OpenAI：

据报道，OpenAI 将在 2026 年下半年推出其首款人工智能设备。这一消息由 OpenAI 全球事务主管克里斯·莱恩透露，他将“设备”列为公司 2026 年值得期待的重大动向之一。此前多方爆料显示，这款首款由 ChatGPT 驱动的设备可能具备以下特点：口袋大小、能感知用户周围环境与生活情境，并且完全无屏幕。据报道，OpenAI 正考虑在未来几年推出多款 AI 产品，可能包括一支笔和一款“家居式设备”。因此，本次爆料的产品可能与 OpenAI 首发的设备并非同一款。

ServiceNow 在周二宣布，已与 OpenAI 达成一项多年合作协议，将为其客户提供前沿模型能力的直接访问权限。利用 OpenAI 的先进模型，ServiceNow 计划构建语音对话智能体，让用户能够使用其首选语言进行交流，实时触发诸如创建工单或执行审批等操作。ServiceNow 中央产品管理高级副总裁 John Aisien 在邮件中表示，尽管 OpenAI 模型已经对 ServiceNow 客户开放，但两家公司将在“接下来几个月”内合作解决特定用例，并根据企业需求定制体验。

当地时间 1 月 16 日，OpenAI 表示，计划未来几周在 ChatGPT 的“免费版”和“Go 版”中测试广告。同日，该公司宣布将把月费 8 美元的“Go 版”从美国市场推广至所有 ChatGPT 覆盖地区。OpenAI 承诺，将始终把用户信任和透明度放在首位，ChatGPT 的回复不会受到广告影响——广告将独立显示并附带有清晰的标签。除此之外，OpenAI 声称，Plus、Pro 等付费较高的 ChatGPT 服务不会收到广告，包含健康、心理健康或政治等敏感话题的聊天也将不适用于广告。

据媒体援引知情人士称，OpenAI 首席执行官 Sam Altman 近期一直在与中东的顶级投资者会面，为公司新一轮融资铺路，该轮融资规模可能至少达到 500 亿美元，对应的公司估值约为 7500 亿至 8300 亿美元。目前谈判仍处于早期阶段，融资金额仍有可能发生变化。彭博新闻社此前报道称，OpenAI 最近也与亚马逊公司进行了接触，计划至少再筹集 100 亿美元。

##### Meta：

1月21日，据路透社报道，Meta Platforms 首席技术官安德鲁·博斯沃思（Andrew Bosworth）表示，公司新成立的人工智能实验室已于本月向内部交付首批重要 AI 模型。他在瑞士达沃斯世界经济论坛年会期间的媒体简报会上称，这些模型由 Meta “超级智能实验室”团队开发，“表现非常好”且展现出较大的发展潜力。这是 Meta 首次公开确认该新 AI 团队已完成具有代表性的模型交付，但博斯沃思并未具体说明交付的模型类型或应用场景。

##### 苹果：

1月21日，据彭博社援引知情人士透露，苹果计划在 6 月的全球开发者大会上发布代号为 Campos 的全新 AI 聊天机器人，并于 9 月正式推出。新版 AI 聊天机器人将取代现有界面，用户仍可以通过语音指令“Siri”或按住设备侧键来召唤服务，但功能将远超当前版本，具备类似 ChatGPT 或谷歌 Gemini 的对话式交互能力。据报道，全新 AI 聊天机器人将成为 iOS 27、iPadOS 27（代号 Rave）和 macOS 27（代号 Fizz）的主要新增功能；新版聊天机器人将采用苹果设计的用户界面，但依赖谷歌 Gemini 团队开发的定制 AI 模型。

##### Anthropic：

1月24日消息，据知情人士透露，人工智能公司 Anthropic 的收入规模在过去半年内显著增长，其年化收入已从 2025 年夏季的约 40 亿美元提升至 2025 年底的 90 亿美元以上。与此同时，Anthropic 正在推进新一轮大规模融资。多名知情人士称，该公司正与 Coatue Management、新加坡政府投资公司 GIC 以及 Iconiq Capital 等机构洽谈融资事宜，单笔投资规模预计均在 10 亿美元以上。本轮融资需求原计划约为 100 亿美元，但目前已出现超额认购迹象，整体融资规模或超过最初目标。



## 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。

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**