

301189.SZ

买入

原评级：未有评级

市场价格：人民币 49.64

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	15.5	(23.4)	(31.0)	80.0
相对深圳成指	7.5	(23.1)	(33.0)	40.3

发行股数 (百万)	163.64
流通股 (百万)	157.94
总市值 (人民币 百万)	8,123.09
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	616.58
主要股东	
深圳奥信通创新投资有限公司	42.44%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2026 年 7 月 14 日收市价为标准

奥尼电子

“端侧 AI+AI 推理”双轮驱动，业务转型开启“戴维斯双击”

奥尼电子立足“音视频智能终端+AI 推理算力”双轨发展战略，正在加速构建“端侧智能+边缘推理+云端算力”三位一体业务模式。公司先发优势明显，业绩拐点已现，有望随着下游需求提升迎来“戴维斯双击”。首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- 音视频设备 ODM 厂商，转型 AI 推理算力提供商。奥尼电子成立于 2005 年，起步于音视频智能终端的研发、制造与销售，加速构建“端侧智能+边缘推理+云端算力”三位一体业务模式，提供 Mini PC、AI PC、桌面级 AI 工作站、企业级 AI 推理服务器、算力集群等全栈从硬件到算力服务的云边端一体化解决方案，致力于成为 AI 推理算力龙头企业。
- 端侧 AI 设备站上风口，奥尼产品矩阵完备。英伟达计划推出专为旗舰 AI PC 设计的 Arm 架构处理器 RTX Spark，并与微软、戴尔共同预热“PC 新时代”，有望推动端侧 AI 硬件普及。PC 产业链交易逻辑有望从换机周期和 Windows 更新转向本地智能体算力终端普及。奥尼电子已推出个人 AI 推理工作站 aoniclaw A50/A120/A2000 等产品，算力覆盖 50 TOPS 至 2070 TFLOPS，适配个人日常 AI 推理及政企信创国产化替代需求。
- 精准卡位 AI 推理赛道，先发优势突出。AI 算力于 2025 年迎来“训推拐点”，从训练驱动转向推理驱动。OpenClaw 等 AI 智能体加速落地，模型调用与 Token 消耗量大涨。奥尼电子 2026Q1 率先发布集成 OpenClaw 全版本的企业级推理方案，并与沐曦股份达成战略合作，精准卡位 B 端本地化部署市场，先发优势显著。公司近期发布 AI Agent OS 1.0，同步上线 Token 工厂，布局 AI 推理算力全产业链，逐步转型成为 AI 推理算力租赁服务商和 Token 运营商。
- 业绩与估值共振，有望迎来“戴维斯双击”。公司业绩拐点出现在 2025Q3，此后营收持续高增，利润不断减亏，2026Q1 已扭亏为盈。且公司 2026 年股权激励计划（草案）设置的公司层面的业绩考核目标较高，彰显公司发展信心。随着未来 AI PC 普及率增加、AI 推理算力需求持续提升，公司产能规模扩张有望带动业绩继续成长。

估值

- 我们预计 2026-2028 年公司营收分别为 19.4/38.3/57.1 亿元，归母净利 1.5/3.7/8.1 亿元，PE 分别为 54.7/22.0/10.0 倍。AI 推理算力赛道市场广阔，公司有望凭借产品先发优势脱颖而出。且公司业绩拐点已经出现，较高股权激励目标彰显公司发展信心。首次覆盖，给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 新业务开展进度不及预期，行业竞争加剧，技术进步不及预期，下游需求不及预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	555	946	1,944	3,826	5,707
增长率(%)	5.8	70.5	105.6	96.8	49.2
EBITDA(人民币 百万)	(68)	(100)	221	473	913
归母净利润(人民币 百万)	(86)	(157)	149	369	810
增长率(%)	(282.5)	(81.7)	194.7	148.0	119.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	(0.53)	(0.96)	0.91	2.25	4.95
市盈率(倍)	(94.1)	(51.8)	54.7	22.0	10.0
市净率(倍)	3.7	4.0	3.5	3.0	2.3
EV/EBITDA(倍)	(29.5)	(50.9)	35.1	16.2	7.5
每股股息(人民币)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子：消费电子

证券分析师：苏凌瑶

lingyao.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522080003

证券分析师：郑静文

jingwen.zheng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300525010001

目录

音视频设备 ODM 厂商，转型为 AI 推理算力企业	4
深耕音视频硬件二十余年，积淀深厚	4
双轨战略确立，公司全面推进 AI 推理赛道	5
端侧 AI 全面开花，AI 进入推理时代	8
端侧 AI “全面开花”，2026 年成为行业转折元年	8
AI 进入推理时代，传统数据中心向 TOKEN 工厂转型	9
公司精准卡位推理算力赛道，先发优势显著	12
从 ODM 厂商向自有品牌转型	12
率先发布 AONICLAW 系列产品，精准卡位推理算力赛道	12
发布 AGENT 操作系统、上线 TOKEN 工厂，公司持续延伸至 AI 推理全产业链	14
高股权激励目标彰显发展信心，公司有望迎来“戴维斯双击”	15
估值与盈利预测	17
风险提示	19

图表目录

股价表现	1
投资摘要	1
图表 1. 公司各产品线导入时间表	4
图表 2. 奥尼电子前十大股东（截至 2026 年一季报）	5
图表 3. 2020-2026Q1 公司营收、归母净利及同比变动（单位：百万元）	5
图表 4. 2014-2026Q1 公司毛利率水平	5
图表 5. 2025 年，公司高性能计算设备业务收入占比提升至 30.8%	6
图表 6. 公司高性能计算设备产品	6
图表 7. 公司音视频智能终端产品	7
图表 8. 英伟达 RTX Spark 芯片	8
图表 9. 主要芯片厂商发布的 AI PC 芯片算力规模	9
图表 10. 2026 年初以来，全球 AI 大模型调用量总体增长	10
图表 11. 2026.02.02-2026.07.06 中美 AI 大模型 Token 消耗量对比（单位：万亿 Token）	10
图表 12. 预计 2026Q2 Anthropic 营收达到 109 亿美元	11
图表 13. 2021-2025 年公司 ODM/OEM 和自有品牌销售占比	12
图表 14. 自有品牌毛利率明显高于 ODM 直销	12
图表 15. 公司坚持“AI 云边端一体化”战略	13
图表 16. 公司发布 aoniclaw 系列产品	14
图表 17. 奥尼 AI Agent OS 1.0 系统架构	15
图表 18. 奥尼电子 2026 年股票期权激励计划（草案）公司层面业绩考核要求 ...	15
图表 19. 奥尼电子盈利预测（单位：百万元）	17
图表 20. 可比公司分部估值	18
损益表(人民币 百万)	20
现金流量表(人民币 百万)	20
财务指标	20
资产负债表(人民币 百万)	20

音视频设备 ODM 厂商，转型为 AI 推理算力企业

深耕音视频硬件二十余年，积淀深厚

奥尼电子成立于 2005 年，起步于 PC/TV 摄像头的研发、制造与销售，2021 年在深交所创业板上市，是国家级专精特新“小巨人”企业。公司立足“音视频智能终端+AI 推理算力”双轨发展战略，凭借二十余年音视频硬件研发制造积淀，加速构建“端侧智能+边缘推理+云端算力”三位一体业务模式，致力于成为 AI 推理算力龙头企业。

公司核心产品涵盖智能摄像机、车载摄像头、无线音频等音视频智能终端，以及 Mini PC、AI PC、桌面级 AI 工作站、企业级 AI 推理服务器、算力集群等全栈算力产品，提供从硬件到算力服务的云边端一体化解决方案。公司拥有依托国内中山与海外越南双核心全球化智能制造基地，与国内外头部科技企业建立深度合作，形成了从研发、智造到全球交付的产业核心能力，业务覆盖全球 40 余个国家和地区。

图表 1. 公司各产品线导入时间表



资料来源：奥尼电子官网，中银证券

公司实控人持股比例超 50%，股权结构相对集中。截至 2026 年一季度，公司控股股东深圳奥信通创新投资有限公司（以下简称“奥信通”）的持股比例为 42.44%，深圳前海汇鑫投资合伙企业（以下简称“汇鑫投资”）的持股比例为 13.06%，泰安中泰富兴投资服务合伙企业（以下简称“富兴投资”）的持股比例为 4.57%。公司实际控制人为吴世杰、吴斌、吴承辉，通过直接投资和对奥信通、汇鑫投资、富兴投资的间接持股方式分别持有公司 26.58%、15.70%、9.94% 的股份，三者合计持股比例为 52.22%。公司股权结构相对集中。

图表 2. 奥尼电子前十大股东（截至 2026 年一季度）

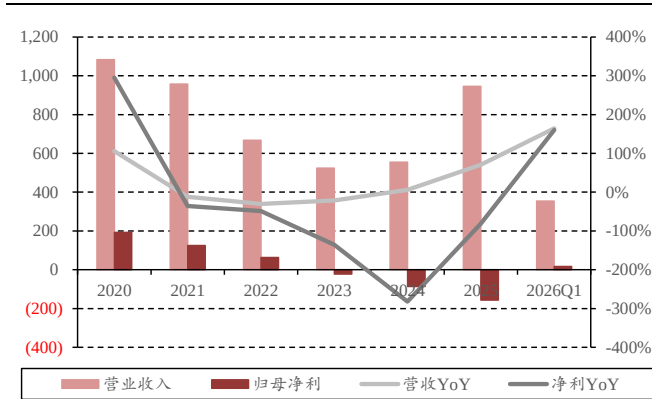
序号	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
1	深圳奥信通创新投资有限公司	4,940.00	42.44
2	深圳前海汇鑫投资合伙企业(有限合伙)	1,520.00	13.06
3	泰安中泰富兴投资服务合伙企业(有限合伙)	532.00	4.57
4	吴世杰	207.48	1.78
5	吴斌	128.66	1.11
6	The Goldman Sachs Groups, Inc.	84.62	0.73
7	吴承辉	82.34	0.71
8	林国球	66.46	0.57
9	刘建勇	59.97	0.52
10	深圳坪山凯晟集成电路创业投资合伙企业(有限合伙)	50.51	0.43
合计		7,672.04	65.92

资料来源：Wind，中银证券

双轨战略确立，公司全面推进 AI 推理赛道

公司自 2024 年导入 AI PC 产品线，2025 年与 AMD 合作发布 SMART AI HUB 产品。2025 年，AI PC 和推理算力服务器产品开始放量，拉动公司营收大幅增长。2025 年公司实现营收 9.46 亿元，同增 70.52%；归母净利润-1.57 亿元，亏损幅度同比扩大 81.68%，主要原因有：公司音视频智能终端业务竞争激烈，导致毛利率偏低，同时 AI 算力业务尚处于投入拓展期，费用投入较多；叠加国内中山及海外越南基地投产带来固定资产折旧、职工薪酬等费用大幅增加，同时研发投入、股份支付费用持续上升，营收增长无法覆盖成本与费用上升，因此全年亏损显著扩大。但 2026 年一季度，公司 AI 算力服务器和笔记本电脑收入增加，带动公司营收同比大幅提升 164.51%至 3.54 亿元，毛利率同比增加 9.97 个百分点至 26.33%，实现归母净利润 0.16 亿元，扭亏为盈，公司业绩拐点显著确立。

图表 3. 2020-2026Q1 公司营收、归母净利及同比变动（单位：百万元）



资料来源：公司财报，中银证券

图表 4. 2014-2026Q1 公司毛利率水平

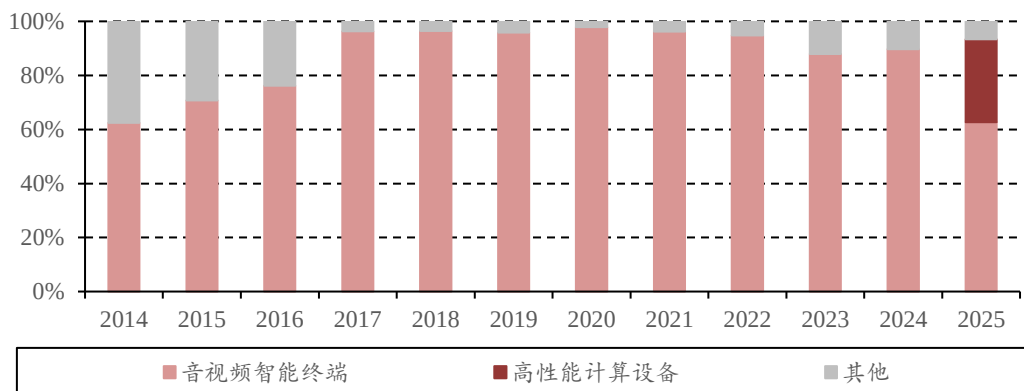


资料来源：公司财报，中银证券

公司确立了“音视频智能终端业务稳盘+AI 推理算力业务破局”的双轨战略。核心业务涵盖：1) 音视频智能终端研发制造，2) AI 推理算力全链条业务。在深耕智能家居、智慧出行、智慧办公等应用场景的视听数据采集、传输与处理的同时，全面布局 AI 推理算力赛道，持续构建“端侧智能+边缘推理+云端算力”三位一体模式。

2025 年是公司 AI 算力业务的突破之年。在原有音视频智能终端业务的基础上，2024-2025 年，公司导入 AI PC 产品线、AI 算力服务器产品线并战略拓展 AI 推理算力赛道，构建“推理产品+算力服务+应用生态”一体化多元模式，涵盖 ODM/OEM、自有品牌销售、AI 推理算力产品硬件销售、算力定制租赁、Token 工厂运营及运维等，开展从产品到解决方案的全链条业务，拉动 2025 年营收大幅增长，同比增速达到 70.5%。2025 年，公司高性能计算设备业务实现突破性增长，营收 2.91 亿元，占总营收的比重达到 30.8%。其中，AI 推理算力服务器、桌面级 AI 推理工作站、AI PC 等新产品是收入大幅增长的核心原因。

图表 5. 2025 年，公司高性能计算设备业务收入占比提升至 30.8%



资料来源：公司财报，中银证券

公司面向 C 端和 B 端客户推出不同算力产品。其中，面向 C 端个人用户推出了 AI PC、Mini PC、工作站等全栈算力产品，打造个人端侧智能算力核心，适配个人消费级、轻办公级的算力使用场景；面向企业、云厂商等 B 端商用客户推出了桌面级 AI 工作站、推理算力服务器、规模化算力集群等产品，有效降低客户的算力投入成本。公司能够为不同算力需求的客户提供差异化商用算力解决方案：为中小微企业提供桌面级算力服务、小算力机房一站式服务；为中大型企业及云厂商提供规模化定制算力集群服务。与传统云服务器相比，公司的推理服务器能够部署在本地，实现物理隔离，从而有效解决数据安全隐私问题，提高模型调用效率，同时赋能企业进行数智化升级，支持客户打造 AI 数字员工。并且公司能够通过近期上线的 Token 工厂为客户提供裸金属算力租赁及 MaaS Token 服务，满足客户 AI 推理算力的全链条需求。

图表 6. 公司高性能计算设备产品



资料来源：公司财报，中银证券

音视频智能终端业务为公司基本盘业务，2025 年保持稳步发展。该业务采用“ODM 定制为主、自有品牌运营为辅”的商业模式，产品包括智能摄像机、智能车载摄像头、无线音频产品等智能视听终端，广泛应用于智能家居、智慧出行、智慧办公等核心场景，同时不断融入 AI 算法与边缘算力技术，实现产品的智能化升级。2025 年，该业务实现收入 5.93 亿元，同增 19.15%，发展稳健。

图表 7. 公司音视频智能终端产品

智能网络摄像机：



户外球机



婴儿看护器



宠物投食器



AI 智能摄像头

智能车载摄像头：



三录行车记录仪



流媒体后视镜



专车专用行车记录仪



多录行车记录仪

无线音频产品：



头戴式降噪耳机



开放式耳机



夹耳式耳机



无线会议全向麦克风

资料来源：公司财报，中银证券

端侧 AI 全面开花，AI 进入推理时代

端侧 AI “全面开花”，2026 年成为行业转折元年

2026 年有望成为端侧 AI 从概念迈向规模化落地的关键拐点。端侧推理依托实时响应、隐私保护与高可靠性的核心优势，加速渗透进日常生活与工作场景，逐步成为驱动智能终端持续增长的关键引擎。在这一过程中，端-边-云协同模式能够有效优化整体算力架构：终端聚焦感知与交互，边缘节点承接复杂计算任务，云端则专注模型训练与数据优化，从而共同构筑起高效灵活的 AI 基础设施体系。

英伟达入局 PC，树起端侧 AI 爆发风向标。2026 年 6 月，英伟达在 GTC Taipei2026 大会上推出了面向 Windows PC 的新款处理器系统级芯片 RTX Spark，正式进军 PC 处理器市场。该芯片由英伟达与联发科联合设计，采用台积电 3nm 工艺，集成了具备 6144 个 CUDA 核心的 Blackwell RTX GPU 与 20 核定制版 Grace CPU，配备 128GB 统一内存，可提供高达 1 Petaflop 的 AI 算力。搭载该芯片的 PC 能够本地运行 1200 亿参数大语言模型，支持 100 万 Token 上下文窗口。该芯片将率先应用于微软、戴尔、惠普、华硕、联想、微星六大品牌的全新 Windows 产品，搭载该芯片的电脑将于 2026 年秋季正式上市。RTX Spark 的发布代表着“A new era of PC”，PC 的角色正在从被动等待用户操作，转变成能够理解情境、推理规划、调用工具的 Agent Computer，即 AI PC。AI PC 作为端侧 AI 的核心载体，正在进入高速增长阶段。

图表 8. 英伟达 RTX Spark 芯片



资料来源：英伟达官网，中银证券

Agent 的工作方式与传统软件不同。传统软件的执行路径是线性的：用户点击一个按钮，软件执行一个功能，然后结束。而 Agent 是循环式运作的：Agent 接收一个模糊指令后，主动拆解为多个步骤，调用不同工具，根据中间结果调整下一步行动，直到任务完成。在这个过程中，推理都需要算力支持，工具调用需要权限管控，步骤的转换也需要在运行中调度。因此，AI PC 需要具备三个必要条件：1) 足够的本地算力，能够同时处理多个模型调用和推理，参数规模可能达到百亿级。2) 安全沙盒。AI PC 上搭载的 Agent 必须要在受保护环境运行，不能随意存取整机资源。3) 中间层软件。Agent 在 AI PC 上运行时，需要有能够理解用户意图、拆解任务、调用工具的中间层软件进行调度。

在 AI PC 需要具备的上述三个条件中，行业首先突破的是算力瓶颈。2024 年，微软提出 Copilot+PC 认证标准，核心门槛是 NPU 算力不低于 40 TOPS。但随着 AI 大模型正在从聊天工具进化成为实际的生产力工具，推理次数和 Token 消耗数量均大幅提升，端侧 AI 的算力需求开始快速增长。英伟达此次发布的 RTX Spark 算力规模可达到 1 PFLOP。

图表 9. 主要芯片厂商发布的 AI PC 芯片算力规模

厂商	芯片系列/型号	NPU 算力 (TOPS)
英特尔	Core Ultra 第一代 (Meteor Lake)	11
	Core Ultra 第二代 (Lunar Lake)	48
	Core Ultra 第三代 (Panther Lake)	50~120
	Core Ultra 第四代 (Nova Lake)	74
AMD	锐龙 AI 300 (Strix Point)	最高 50
	锐龙 AI Max 系列	50
	锐龙 AI 400 (Gorgon Point)	最高 60
联发科	Kompanio Ultra (迅鲲)	50
	Genio 720	最高 10
	Genio Pro 5100	50+
高通	骁龙 X (第一代)	最高 80
	骁龙 X2 系列 (X2 Elite/X2 Elite Extreme)	80
英伟达	RTX Spark	总算力 1 PFLOP

资料来源：中关村在线，IT 之家，TechNews 科技新报，英特尔官网，AMD 官网，联发科官网，CNX Software，高通官网，太平洋科技，中银证券

从市场规模和出货量来看，AI PC 有望迎来较快增长。根据界面新闻援引 Gartner 预测，2026 年全球 AI PC 出货量将达到 1.43 亿台，占整体 PC 市场份额的 54.7%，较 2025 年的 31.0% 大幅跃升。到 2027 年，AI PC 的渗透率有望进一步突破 60%，成为 PC 市场的绝对主力。根据上海证券报援引 IDC 预测，2026 年全球 AI PC 市场规模将达到 1318 亿美元，到 2034 年有望成长至 5743 亿美元，年均复合增速达到 20.2%。

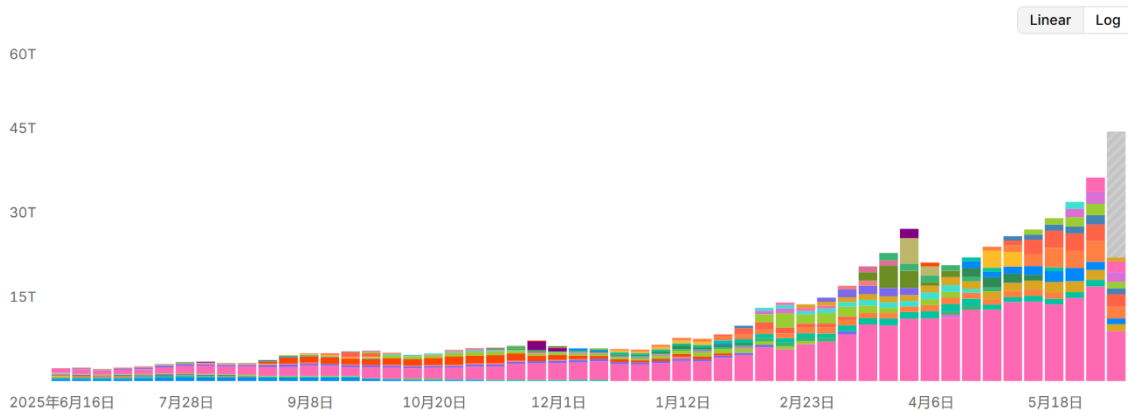
AI 进入推理时代，传统数据中心向 Token 工厂转型

AI 算力进入推理时代，Agent 成为下一阶段核心方向。目前，整个 AI 产业已经走过训练竞赛期，正式迎来推理拐点。黄仁勋表示，2024 年全球推理算力需求仅为训练算力的 3 倍，到 2026 年这一比例已经攀升至 17 倍，推理已经成为 AI 算力消耗的绝对主力。在推理算力需求快速提升的趋势下，Agent 成为下一阶段的核心发展方向。模型被赋予了更高级的智能和自主性，不再局限于内部静态推理，而是为了行动而思考，并在与环境交互的过程中，根据外部反馈持续更新行动计划。

与传统 Chatbot 相比，Agent 消耗的 Token 数量显著增加。Agent 出现之前，用户主要通过 Chatbot 形式使用大模型，单次调用的 Token 数量有限。但以 OpenClaw 和 Hermes Agent 为代表的 Agent 创造了全新的模型消费场景。一个配置合理的 Agent 每天可能会向模型发起数百次甚至上千次调用，且每次调用都携带完整的上下文信息，完成单个任务的 Token 消耗数量可能是传统对话的数十倍。

图表 10. 2026 年初以来，全球 AI 大模型调用量总体增长

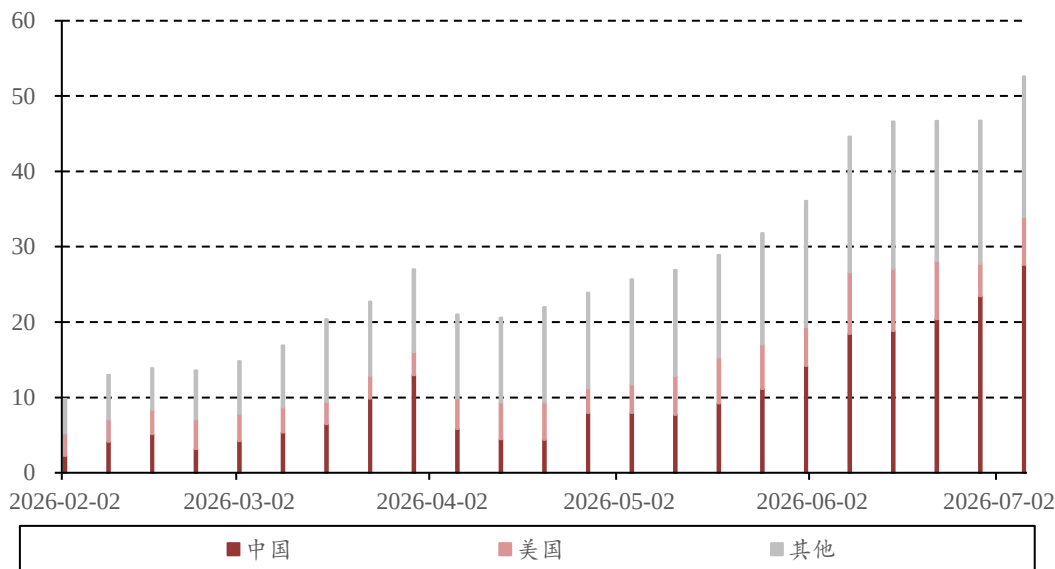
Weekly usage of models across OpenRouter



资料来源：OpenRouter，中银证券

随着 Agent 在企业和个人使用 AI 场景下的渗透率不断提升，我国 Token 日均消耗量大幅增长。2024 年初，我国日均 Token 消耗量仅有 1000 亿；截至 2026 年 3 月，该数据已经突破了 140 万亿，较 2024 年初增长超千倍。根据 OpenRouter 披露的数据，2026 年 6 月第一周（6.1-6.7），全球 AI 大模型总调用量为 36.1 万亿 Token，环比前一周增长了 13.52%，实现连续七周上涨，大模型调用需求仍在持续释放。其中，6 月第一周中国 AI 大模型的周调用量达到 14.19 万亿 Token，环比增长 27.49%，连续三周增长；美国 AI 大模型周调用量为 5.15 万亿 Token，环比下滑 12.71%。

图表 11. 2026.02.02-2026.07.06 中美 AI 大模型 Token 消耗量对比（单位：万亿 Token）



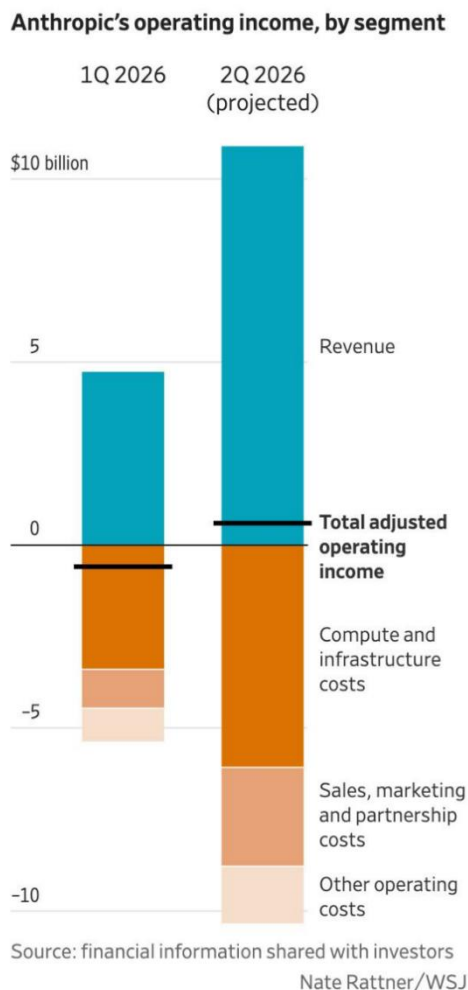
资料来源：OpenRouter，中银证券

黄仁勋在今年 3 月的 GTC 2026 大会上提出了 Token 经济学，将 Token 服务分成了五个层级：免费层用来吸引用户；基础层每百万 Token3 美元，服务普通用户；进阶层每百万 Token6 美元，提供更大的模型和更快的速度；高速层每百万 Token 45 美元，支持长上下文和深度推理；顶层层每百万 Token150 美元，面向超长研究任务和关键路径的实时响应。

在今年 6 月召开的 GTC Taipei 2026 大会上，黄仁勋表示，从产业的角度来看，Token 就是资产，Token 已经成为获利的营收单位，可以制造利润。用户每一次与模型交互都在消耗 Token，因此，对于 AI 公司而言，Token 天然就是计费单位和收入单位，AI 产业正在加速形成“算力-Token-收入”的直接转化，产业链价值正在向 Token 环节聚集。

企业端的表现验证了“Token 创造收入”的逻辑。2026 年一季度以来，OpenClaw 的爆火使得 Token 价格更低的国产 AI 大模型调用量快速增长。其中，Kimi 自 1 月底以来，20 天的收入已经超 2025 年全年。根据全球支付巨头 Stripe 的数据，Kimi 个人订阅用户 1 月支付订单数环比增长 8280%，2 月环比再涨 123.8%，进入 Stripe 全球榜单前十。K2.5 模型更新后，Kimi 年度经常性收入（ARR）在 3 月初突破 1 亿美元，在 4 月初继续增长至超 2 亿美元，付费订阅和 API 调用都在加速。阿里云 MaaS 业务的 Token 收入在 2026 年前 5 个月里增长了 15 倍，月度 Token 收入达到数亿元级别。此外，根据华尔街日报，Anthropic 的营收预计将在 2026 年第二季度增长 1 倍以上，达到 109 亿美元。

图表 12. 预计 2026Q2 Anthropic 营收达到 109 亿美元



资料来源：华尔街日报，36 氪，中银证券

在这种趋势下，传统的数据中心正在转型为“Token 工厂”。黄仁勋多次提出 Token 工厂的概念，其核心逻辑在于：未来的数据中心不再是存放文件的仓库，而是生产 Token 的工厂。Token 将成为新的大宗商品，像石油、电力一样被定价、交易。这种趋势可能改变数据中心的建设逻辑和商业模式。过去建设数据中心首先考虑土地、电力和网络资源；未来则可能优先考虑 Token 需求分布，哪里拥有大量的 AI 应用，哪里就能形成 Token 消费市场，Token 消费市场又将反向推动算力基础设施布局；传统数据中心的机柜出租和服务器托管模式的本质都是空间租赁，但 Token 工厂更接近工业制造，其核心目标是提升生产效率、降低生产成本、提高产品质量。谁能生产更多、更便宜、更高质量的 Token，谁就能在 AI 产业链中占据优势地位。

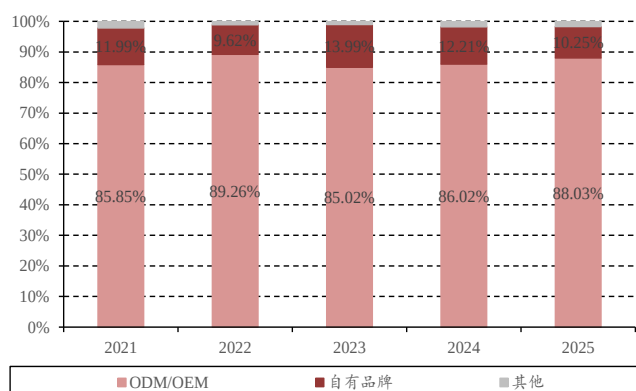
Token 生产效率是 Token 工厂的护城河，“堆 GPU”正在发展为“榨 GPU”。如何让同样数量的 GPU 生产更多 Token，正在成为 Token 工厂的核心课题。决定 Token 产量的因素不只是 GPU 资源的多少，互联网络、高速交换机、液冷系统、供电系统、调度软件、推理框架等每一个环节都在影响 Token 的产出效率。因此，GPU 采购能力正在变成 Token 生产行业的门槛，Token 的生产效率才是真正的护城河。

公司精准卡位推理算力赛道，先发优势显著

从 ODM 厂商向自有品牌转型

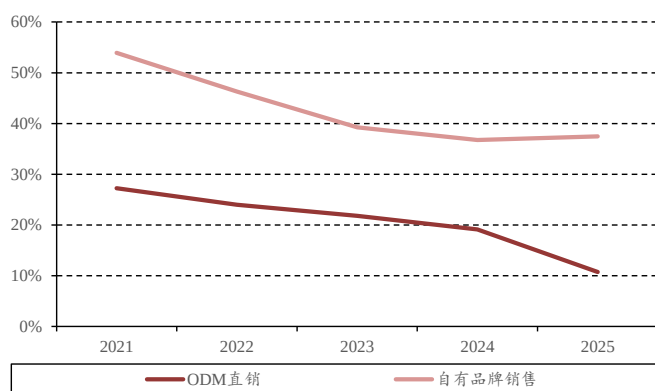
公司积极向自有品牌转型，整体毛利率有望提升。公司在音视频智能终端领域深耕多年，形成了“ODM 定制为主、自有品牌运营为辅”的成熟经营模式。公司旗下拥有 aoni 奥尼、AUSDOM 阿斯盾、ANC、百脑通、明月等子品牌，涵盖网络摄像机、行车记录仪、耳机、小音响等消费电子产品。在维持原有智能音视频业务核心布局的基础上，公司凭借自身对算力市场需求的把握及研发设计智造能力，2025 年战略拓展 AI 推理算力板块，推出自有品牌 aoniclaw/奥尼龙虾。回顾 2021-2025 年公司 ODM 直销和自有品牌销售的毛利率水平，未来随着公司自有品牌销售占比逐渐增加，公司整体毛利水平有望随之提高。

图表 13. 2021-2025 年公司 ODM/OEM 和自有品牌销售占比



资料来源：公司财报，中银证券

图表 14. 自有品牌毛利率明显高于 ODM 直销

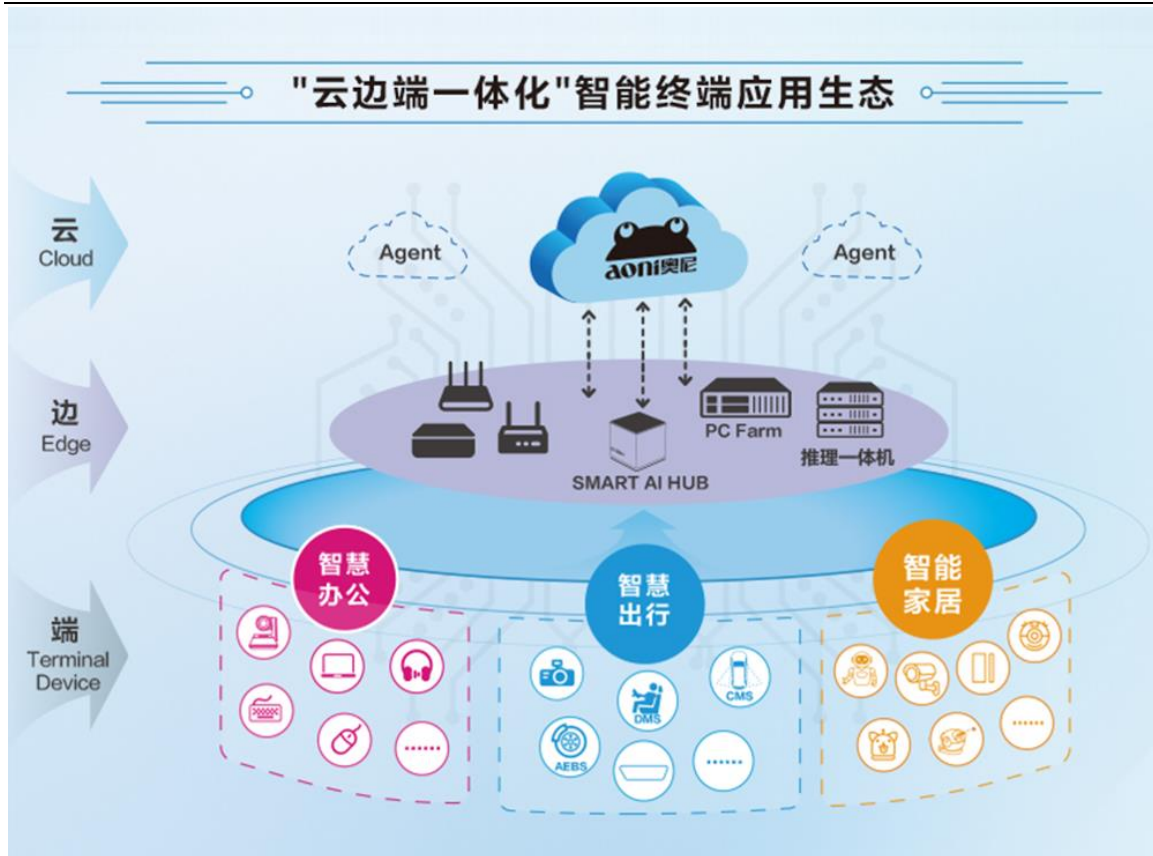


资料来源：公司财报，中银证券

率先发布 aoniclaw 系列产品，精准卡位推理算力赛道

携手 AMD 发布 SMART AI HUB，对王牌产品线进行 AI 升级，公司正在全面拥抱 AI。2025 年 8 月，公司与 AMD 共同发布基于 AMD 锐龙 AI MAX+395 的 SMART AI HUB，定位为基于边缘计算的 Mini AI 工作站，作为奥尼 AI 工作站第一代产品，旨在打造空间智能中枢，推动包括智能家居、智能办公等多场景在内的多模态 AI 交互技术应用落地。公司以 SMART AI HUB 为支点，聚焦多模态感知、情感交互、边缘智能等核心技术，加速“AI 云边端一体化”布局，深化 AI 技术的研发。同时，公司启动“生态联盟计划”，链接产业上下游各方软硬件优势资源，共建具身智能生态。除 SMART AI HUB 以外，公司还对多条音视频智能产品线进行了 AI 改造升级，包括 AI 手势识别摄像头、AI 宠物看护一体机、AI 翻译耳机、AI 会议系统等。

图表 15. 公司坚持“AI 云边端一体化”战略



资料来源：奥尼电子官网，中银证券

公司作为新兴算力硬件企业，依托行业经验、电子制造、硬件研发等核心能力，聚焦推理算力细分赛道，主打高性价比、本地化、多场景的推理算力产品及解决方案，凭借产品差异化和先发优势快速切入市场。

2026 年 3 月，公司发布自研奥尼龙虾系列产品“aoniclaw”，涵盖个人超级 AI 推理工作站与企业级推理服务器全产品线，核心优势在于“本地算力、安全可控、开箱即用”，能够填补国内企业与个人开发者在 AI 推理算力本地化部署的市场空白。

奥尼龙虾系列产品包括个人超级工作站与企业级解决方案两大品类，硬件配置实现从入门到旗舰全场景覆盖。其中，个人超级工作站算力从 50 TOPS 到 2070 TFLOP 逐级提升，入门款 A50 搭载国产芯片，适配个人用户日常 AI 推理需求；旗舰款 A2000 采用英伟达高端芯片架构，最高支持 120B+ 参数大模型在本地运行。个人专业款龙虾工作站 A280 搭载沐曦股份国产芯片，支持单卡至四卡扩展，算力达 280 TOPS，能够满足政企信创领域的国产化替代需求。

企业级龙虾推理解决方案主打“私有化部署、弹性扩展”，提供双卡、四卡及八卡算力服务器、算力集群等配置，采用液冷散热技术，搭配公司自主研发的算力调度平台与企业管理平台，能够打造专属“Token 工厂”。企业级产品集成了 OpenClaw 全版本框架，较传统 AI 硬件部署能够大量节省专业配置时间，大幅降低使用门槛。

图表 16. 公司发布 aoniclaw 系列产品



资料来源：全景网，中银证券

根据证券时报报道，奥尼龙虾系列首创领先、平衡、堡垒三大安全模式，能够实现云边协同的灵活算力调度。其中，领先模式可调用云端大算力处理复杂推理任务；平衡模式智能分配本地与云端算力，本地处理敏感数据、云端承接复杂运算，能够节省 70% 的 Token 消耗；堡垒模式则支持全本地离线运行，物理隔离数据防止流出，能够满足金融、政务、医疗等强监管行业的数据合规要求。同时，奥尼龙虾产品支持本地大模型运行与推理，从根源上避免云端数据泄露风险。按照三年的使用周期测算，与纯云端算力方案相比，奥尼龙虾系列产品的整体使用成本可降低 60% 以上。

公司与英伟达、沐曦股份等建立了紧密的合作关系。在产品层面，aoniclaw A2000 采用了英伟达高端芯片架构，公司也是国内首家集成英伟达 NemoClaw 安全软件的龙虾工作站厂商。国产合作方面，2026 年 3 月，公司与沐曦股份签署了战略合作协议，结合奥尼在 AI 算力服务器领域的自主研发能力和全套智能化生产装备能力，以及沐曦全栈高性能 GPU 芯片技术，双方联合开发沐曦桌面 AI 工作站系列产品，包括单卡/双卡/四卡桌面 AI 工作站、八卡 AI 服务器等。在 AI 推理算力市场爆发的窗口期，双方将进一步深化合作探索智能化应用场景，尤其是在政务、金融、安防、物联网、汽车电子、工控、企业办公、科研教育等行业，双方协作开发相应算力产品及解决方案。

发布 Agent 操作系统、上线 Token 工厂，公司持续延伸至 AI 推理全产业链

公司发布 AI Agent OS 1.0，为智能体规模化落地提供新路径。6月9日，公司发布智能体操作系统——奥尼 AI Agent OS 1.0，该操作系统是一款基于 NVIDIA Jetson Thor、专门针对本地化的端侧 Agent 操作系统，主要面对政务、企业、行业私有化以及离线涉密场景，可以提供模型运行、推理调度、Agent 管理、安全控制、运维审计等全栈 AI 能力。依托该操作系统，企业能够实现多智能体高效协同，确保智能体在本地环境中安全、稳定、可控地运行。

Aoniclaw A2000 预装 AI Agent OS 1.0 后，系统能够自动调用企业数据库、业务系统与分析工具，完成数据整理、报告撰写和策略输出等工作，并直接输出结果，无需人工干预。此外，由于工作站每天高负荷使用时间仅有 8-10 小时，其余时段算力处于闲置状态，因此，公司通过与清华系算力平台共绩科技的深度合作，该智能体操作系统可在保障业务优先级与安全策略的前提下，将闲置算力自动接入共绩 SLM 弹性网络，实现智能调度与按需共享。根据公司内部测算，月均闲置算力收益可达 400-600 元，以 Token 积分形式实时结算，可直接兑换云端算力或模型服务，形成“自用降本+闲时增值”的双重价值。

图表 17. 奥尼 AI Agent OS 1.0 系统架构



资料来源：奥尼电子官网，中银证券

公司上线首个 Token 工厂。面对大模型训练、高并发推理以及复杂行业任务，单台工作站往往难以覆盖全部算力峰值需求。因此公司同步上线了首个 Token 工厂，该 Token 工厂基于公司自建的 NVIDIA 千卡级数据中心 GPU 集群打造，提供裸金属算力租赁及 MaaS Token 服务。

此外，公司在调度机制方面也具备一定优势。借助奥尼 AI Agent OS 的统一调度能力，系统可实时感知任务复杂度、设备状态与资源策略，实现端侧工作站与云端集群协同，把日常任务留在本地，复杂任务自动路由云端，高峰需求动态扩容，真正做到“算力无忧”。

高股权激励目标彰显发展信心，公司有望迎来“戴维斯双击”

2026 年 1 月，公司发布 2026 年股票期权激励计划（草案）。其中公司层面业绩考核要求上，2026-2028 年公司营业收入计划分别不低于 15/22/30 亿元，同比增速分别为 58.6%/46.7%/36.4%；同期净利润计划分别不低于 0.5/1.0/1.5 亿元。较高的股权激励目标彰显了公司较强的发展信心。

图表 18. 奥尼电子 2026 年股票期权激励计划（草案）公司层面业绩考核要求

行权期	营业收入（Am）	净利润（Bm）
第一个行权期	2026 年营业收入不低于 15 亿元	2026 年净利润不低于 5,000 万元
第二个行权期	2027 年营业收入不低于 22 亿元	2027 年净利润不低于 1 亿元
第三个行权期	2028 年营业收入不低于 30 亿元	2028 年净利润不低于 1.5 亿元
考核指标	业绩完成度	公司层面可行权比例（X）
考核年度公司营业收入（A）	$A \geq Am$	$X1=100\%$
	$0.9Am \leq A < Am$	$X1=80\%$
	$0.8Am \leq A < 0.9Am$	$X1=60\%$
	$A < 0.8Am$	$X1=0\%$
考核年度公司净利润（B）	$B \geq Bm$	$X2=100\%$
	$0.9Bm \leq B < Bm$	$X2=80\%$
	$0.8Bm \leq B < 0.9Bm$	$X2=60\%$
	$B < 0.8Bm$	$X2=0\%$
公司层面可行权比例（X）取 X1 和 X2 孰高值		

资料来源：公司公告，中银证券

业绩拐点已现，公司有望迎来“戴维斯双击”。自 2024-2025 年，公司导入 AI PC 产品线、AI 算力服务器产品线并进行“AI 云边端一体化”全面战略转型后，公司 AI 算力业务营收在 2025 年表现较好。2025 年，公司高性能计算设备业务实现营收 2.91 亿元，占总营收的比重快速提升至 30.79%，成为公司业绩增长的又一重要支柱。总体来看，2025Q3 公司营收端出现拐点，同比增长幅度达到 161.34%，且 2025Q3-2026Q1 各季度营收均实现较高增长，2026Q1 利润端实现扭亏为盈。考虑到未来 AI 推理算力需求持续提升、Token 转变成成为营收来源、AI PC 普及率增加，公司产能规模扩张有望带动业绩持续提升；叠加经营模式正在从 ODM/OEM 厂商逐步转变为自有品牌厂商，毛利率水平有望随之提升，公司业绩提升空间和估值增长空间较为广阔，有望迎来“戴维斯双击”。

估值与盈利预测

核心假设：

音视频智能终端：音视频智能终端业务为公司基本盘业务，2023-2025 年收入保持较稳定增长，2025 年由于该业务竞争激烈导致毛利率有所下降。我们预计 2026-2028 年公司该基本盘业务依然保持稳健增长，且 AI 对音视频智能产品的赋能有望彰显公司产品的差异化竞争优势，进而提升该业务毛利率水平。预计 2026-2028 年公司音视频智能终端业务收入同比增速分别为 20%/18%/15%，毛利率逐步回升至 18%/19%/22%。

高性能计算设备：公司在原业务基础上导入 AI PC、AI 推理算力、Token 工厂等全新业务，意在抓住 AI 推理算力爆发的机会，在该赛道进行深耕。公司也将借此机会致力于成为 AI 推理算力龙头企业。2025 年，高性能计算设备业务开始放量，实现收入 2.91 亿元，占总营收的比重超过 30%。2026Q1，公司发布面向个人和企业的 aoniclaw 系列推理工作站和服务器第二代产品，并快速迭代升级在今年 6 月初发布奥尼龙虾 AI 工作站第三代产品。公司发布 AI Agent OS 1.0，同步上线 Token 工厂，后续将逐步开启推理算力租赁和 Token 工厂业务。考虑到推理端算力需求远高于训练端，公司推理算力相关产品具备先发卡位优势，同时为政务、金融等 B 端客户提供行业定制服务，打造标杆案例后有望快速复制至行业内其他客户，业务有望快速放量。在商业模式方面，公司收入来源有望在一次性硬件销售的基础上，逐步发展为算力租赁业务模式，以及按照 Token 消耗数量/算力时长计费的持续性服务收入。而且，公司能够为客户提供优化后的推理 API 服务，以及基于行业 Know-how 进行垂直领域的模型微调，为 B 端客户提供专属 API 和数据闭环，提升客户的迁移成本和付费意愿，增强客户粘性。由于软件和服务的边际复制成本极低，商业模式跑通后，该业务毛利率水平有望随之快速提升。预计 2026-2028 年该业务将继续保持较快增长势头，收入同比增速分别为 300%/150%/60%，产品发布并稳定运营后，该业务毛利率有望在 2025 年基础上提升，预计该业务 2026-2028 年毛利率水平分别为 24%/25%/29%。

图表 19. 奥尼电子盈利预测（单位：百万元）

		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
音视频智能终端						
	收入	497.49	592.78	711.34	839.38	965.28
	YoY (%)	7.89	19.15	20.00	18.00	15.00
	毛利率 (%)	18.57	14.31	18.00	19.00	22.00
高性能计算设备						
	收入		291.24	1,164.96	2,912.40	4,659.84
	YoY (%)			300.00	150.00	60.00
	毛利率 (%)		7.53	24.00	25.00	29.00
其他						
	收入	57.14	61.76	67.94	74.73	82.20
	YoY (%)	(9.65)	8.09	10.00	10.00	10.00
合计						
	收入	554.63	945.78	1,944.23	3,826.51	5,707.33
	YoY (%)	5.77	70.52	105.57	96.81	49.15
	毛利润	117.28	133.97	438.20	921.21	1,600.71
	毛利率 (%)	21.15	14.17	22.54	24.07	28.05

资料来源：公司财报，中银证券

考虑到公司业务模式正在进行转变，未来将由设备 ODM 代工商转型为 AI 算力硬件提供商、AI 推理算力租赁服务商和 Token 工厂运营商。在音视频智能终端领域，我们选取了公司招股说明书中列举的业务类型相似度较高的安克创新、漫步者和安联锐视作为可比公司；在 AI 推理算力领域，我们选取了业务模式接近的协创数据和宏景科技作为可比公司。通过比较 Wind 一致预期，我们发现 2026 年音视频智能终端企业的估值中枢在 45.2 倍左右，AI 推理算力企业的估值中枢在 86.2 倍左右。我们预计奥尼电子 2026-2028 年分别实现营收 19.4/38.3/57.1 亿元，归母净利 1.5/3.7/8.1 亿元，对应 PE 分别为 54.7/22.0/10.0 倍。AI 推理算力赛道市场广阔，公司有望凭借产品先发优势脱颖而出。且公司业绩拐点已经出现，较高股权激励目标彰显公司发展信心。首次覆盖，给予 **买入** 评级。

图表 20. 可比公司分部估值

	股票代码	公司简称	EPS/元				P/E			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
音视频智能设备	300866.SZ	安克创新	4.75	5.48	6.74	8.07	23.45	20.29	16.53	13.76
	002351.SZ	漫步者	0.48	0.53	0.58	0.63	19.31	17.54	16.18	14.75
	301042.SZ	安联锐视	0.39	0.67	1.09	1.22	169.21	97.75	60.28	53.41
		平均值	1.87	2.23	2.80	3.31	70.66	45.19	31.00	27.31
AI 推理算力	300857.SZ	协创数据	3.36	4.95	7.42	10.99	80.21	54.52	36.39	24.55
	301396.SZ	宏景科技	0.17	2.01	4.13	9.95	1,373.19	117.85	57.28	23.78
		平均值	1.77	3.48	5.77	10.47	726.70	86.18	46.83	24.17
奥尼电子			(0.96)	0.91	2.25	4.95	(51.77)	54.65	22.04	10.02

资料来源：Wind，中银证券

注：安克创新、漫步者、安联锐视、协创数据、宏景科技预测值来自Wind 一致预期，日期截至 2026 年 7 月 14 日。

风险提示

新业务开展进度不及预期 公司正处于商业模式转型阶段, 如果 AI 推理算力业务开展进度不及预期, 会对公司业绩造成负面影响。

行业竞争加剧: 2025 年公司所处音视频智能设备行业竞争加剧, 导致该业务毛利率下滑。如果行业竞争持续, 可能影响公司利润表现。

技术进步不及预期: 算力租赁和 Token 工厂业务除了需要满足客户的 GPU 租赁需求以外, 还需要通过优化算法、存储、冷却等多个方面提升 Token 产出效率。若公司相关技术不具备优势, 可能导致行业竞争无法胜出。

下游需求不及预期: 公司商业模式的转变建立在下游推理算力和 Token 需求大幅提升的基础上, 若下游 AI 赋能效果不及预期, 需求减弱, 可能导致公司转型受挫。

损益表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	555	946	1,944	3,826	5,707
营业收入	555	946	1,944	3,826	5,707
营业成本	437	812	1,506	2,905	4,107
营业税金及附加	5	5	8	19	29
销售费用	53	64	69	134	188
管理费用	91	126	117	210	285
研发费用	76	100	97	153	228
财务费用	(18)	(4)	7	5	(1)
其他收益	3	2	15	2	2
资产减值损失	(8)	(2)	(3)	(5)	(8)
信用减值损失	(5)	(18)	(10)	(15)	(20)
资产处置收益	3	0	5	5	5
公允价值变动收益	3	3	0	0	0
投资收益	(0)	1	10	10	30
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	(94)	(172)	158	397	881
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	(94)	(173)	157	396	879
所得税	(6)	(10)	7	20	44
净利润	(88)	(163)	150	376	836
少数股东损益	(1)	(6)	2	8	25
归母净利润	(86)	(157)	149	369	810
EBITDA	(68)	(100)	221	473	913
EPS(最新股本摊薄, 元)	(0.53)	(0.96)	0.91	2.25	4.95

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,193	1,478	2,128	3,671	4,915
现金及等价物	171	174	357	703	1,419
应收账款	107	395	577	911	1,309
应收票据	0	0	0	0	0
存货	169	375	635	1,313	1,440
预付账款	10	92	97	269	249
合同资产	1	0	1	1	3
其他流动资产	734	442	460	474	495
非流动资产	1,369	1,527	1,708	1,545	1,572
长期投资	37	65	75	85	95
固定资产	659	1,270	1,232	1,194	1,155
无形资产	49	49	55	59	63
其他长期资产	624	143	346	206	258
资产合计	2,562	3,004	3,836	5,216	6,487
流动负债	352	912	1,502	2,504	2,940
短期借款	0	427	430	600	600
应付账款	225	273	650	1,130	1,386
其他流动负债	128	212	422	774	954
非流动负债	35	47	43	45	44
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	35	47	43	45	44
负债合计	387	958	1,546	2,549	2,984
股本	115	116	164	164	164
少数股东权益	(1)	(6)	(4)	3	28
归属母公司股东权益	2,176	2,052	2,295	2,663	3,474
负债和股东权益合计	2,562	3,004	3,836	5,216	6,487

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	(88)	(163)	150	376	836
折旧摊销	53	82	86	88	70
营运资金变动	165	(71)	123	(367)	(90)
其他	(158)	(377)	(241)	106	(95)
经营活动现金流	(29)	(529)	118	203	721
资本支出	(206)	(225)	(28)	(29)	(30)
投资变动	135	(108)	(9)	(9)	(9)
其他	138	439	14	14	34
投资活动现金流	67	106	(23)	(24)	(5)
银行借款	(3)	427	3	170	(0)
股权融资	(13)	(13)	94	0	0
其他	1	13	(9)	(4)	1
筹资活动现金流	(15)	427	89	167	1
净现金流	23	4	183	346	717

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	5.8	70.5	105.6	96.8	49.2
营业利润增长率(%)	(147.2)	(83.6)	192.1	150.8	121.8
归属于母公司净利润增长率(%)	(282.5)	(81.7)	194.7	148.0	119.9
息税前利润增长(%)	(54.3)	(50.9)	174.2	185.1	119.0
息税折旧前利润增长(%)	(92.2)	(47.8)	320.1	114.2	93.0
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(282.5)	(81.7)	194.7	148.0	119.9
获利能力					
息税前利润率(%)	(21.7)	(19.2)	6.9	10.1	14.8
营业利润率(%)	(16.9)	(18.2)	8.1	10.4	15.4
毛利率(%)	21.1	14.2	22.5	24.1	28.0
归母净利润率(%)	(15.6)	(16.6)	7.6	9.6	14.2
ROE(%)	(4.0)	(7.6)	6.5	13.8	23.3
ROIC(%)	(8.0)	(8.2)	6.8	16.5	35.3
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
净负债权益比	(0.1)	0.1	0.1	(0.0)	(0.2)
流动比率	3.4	1.6	1.4	1.5	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.6	0.8	1.0
应收账款周转率	6.5	3.8	4.0	5.1	5.1
应付账款周转率	3.0	3.8	4.2	4.3	4.5
费用率					
销售费用率(%)	9.6	6.8	3.5	3.5	3.3
管理费用率(%)	16.4	13.4	6.0	5.5	5.0
研发费用率(%)	13.7	10.6	5.0	4.0	4.0
财务费用率(%)	(3.3)	(0.4)	0.3	0.1	(0.0)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.5)	(1.0)	0.9	2.3	5.0
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.2)	(3.2)	0.7	1.2	4.4
每股净资产(最新摊薄)	13.3	12.5	14.0	16.3	21.2
每股股息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	(94.1)	(51.8)	54.7	22.0	10.0
P/B(最新摊薄)	3.7	4.0	3.5	3.0	2.3
EV/EBITDA	(29.5)	(50.9)	35.1	16.2	7.5
价格/现金流(倍)	(282.4)	(15.4)	69.1	40.0	11.3

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371