



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

“韬定律”与业绩斜率：AI PCB 及半导体设备迎来布局良机

投资逻辑

- **“韬定律”与业绩斜率：AI PCB 及半导体设备迎来布局良机。**9 月 4 日，华为半导体负责人何庭波在中科院科技论文预发布平台 ChinaXiv，再次发布相关论文《Huawei's T Chip Was Supposed to Melt?》，提到热量是韬定律最棘手的隐忧，而麒麟芯片实测结果，颠覆了这一质疑。数据显示，麒麟 2026 的芯片晶体管密度从约每平方毫米 1.55 亿提升到 2.38 亿个，跃升 55%。在同等性能的测试条件下，对比前代平面架构麒麟 9030 Pro，麒麟 2026 的 NPU 功耗下降 66%，GPU 功耗下降 58%，CPU 性能大核功耗下降 41%，在晶体管数量暴涨的同时，完成同等工作的芯片工作温度更低。论文解释了反常识的核心原因：芯片绝大部分能耗，并非消耗在晶体管本身的计算运算上，而是消耗在金属走线的数据搬运，如同上班族通勤的能量消耗远大于工位办公。逻辑折叠大幅缩短信号走线长度，直接削减占据功耗大头的互连电容开销。走线缩短带来电容层面的功耗缩减，同时走线变短后，电路可以进一步降低工作电压；动态功耗与电压平方成正比，由此带来幅度更大的功耗收益。我们认为，华为韬定律芯片从平面集成走向立体集成，工艺步骤、互连数量和制造复杂度同步提升，对半导体设备是积极利好，半导体设备板块近期股价连续回撤，产业逻辑没有发生变化。国内晶圆厂扩产加速、先进芯片工艺升级、存储芯片扩产加速、国产设备份额提升继续兑现，当前位置建议积极抄底半导体设备板块。前道设备受益于国内存储、先进逻辑扩产，韬定律有望加速下游扩产节奏，刻蚀、薄膜沉积、涂胶显影及键合设备等需求全面增加。后道测试是韬定律更直接的增量方向。芯片堆叠层数和互连数量增加，测试复杂度、测试时长及良率管理要求同步提升，芯片 CoT 倍数级提升，带动 ATE、分选机、探针台、SLT 和老化设备需求量增长。继续看好 AI 覆铜板/PCB 方向，下半年 PCB 有望开启新品拉货和盈利修复的双重利好。我们认为从三季度开始 PCB 的业绩斜率有望启动加速，PCB 有望成为最亮眼的板块，核心原因在于：1)AI 高端新品已经开始出货。根据产业链跟踪，我们观察到部分 AI 高端新品已在 7 月底实现出货，最晚的料号也有望在 8 月中旬实现量产，至今年年底都有望保持爆满状态，PCB 作为 AI 敞口最大的环节，将显著受益；2)PCB 价格开始传导。上半年中上游涨价到 PCB 端后，PCB 未完全将涨价的部分向客户传导，但我们观察到这一情况正在积极改善，从产业链跟踪角度下半年 PCB 盈利水平有望进一步提升，推高环节的加速斜率。

投资建议与估值

- **看好 AI 覆铜板/PCB 及核心算力硬件、半导体设备及苹果产业链。**下半年英伟达、AMD 等通用 GPU 及谷歌、亚马逊等 ASIC 强劲拉货，对 HDI 及高多层 PCB 需求旺盛，800G/1.6T 光模块 mSAP 需求爆发，下半年进入拉货旺季，此外下半年还有 1.6T 交换机高多层 PCB 需求的有望开启，我们继续看好 PCB 板块下半年斜率超速发展的重要机会。Token 数量的爆发式增长，带动了 ASIC 强劲需求，我们研判谷歌、亚马逊、Meta、OpenAI 及微软的 ASIC 数量，2026-2027 年将迎来爆发式增长。整体来看，继续看好 AI 覆铜板/PCB 及核心算力硬件、半导体设备及苹果产业链。
- **细分行业景气指标：**消费电子（稳健向上）、PCB（加速向上）、半导体芯片（稳健向上）、半导体代工/设备/材料/零部件（稳健向上）、显示（底部企稳）、被动元件（加速向上）、封测（稳健向上）。

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。

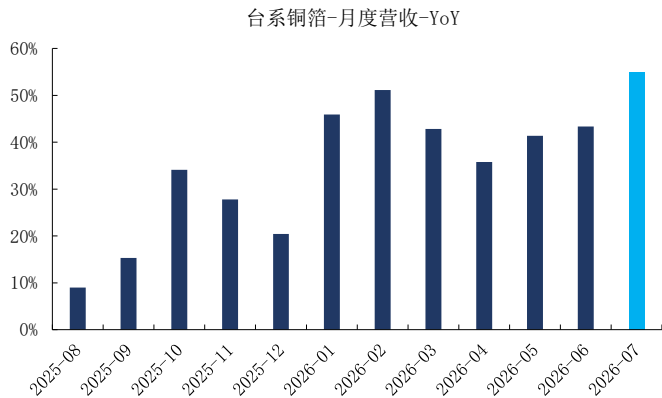


一、细分板块观点

1.1 PCB：高景气度继续维持，下半年算力出货将大面积释放业绩

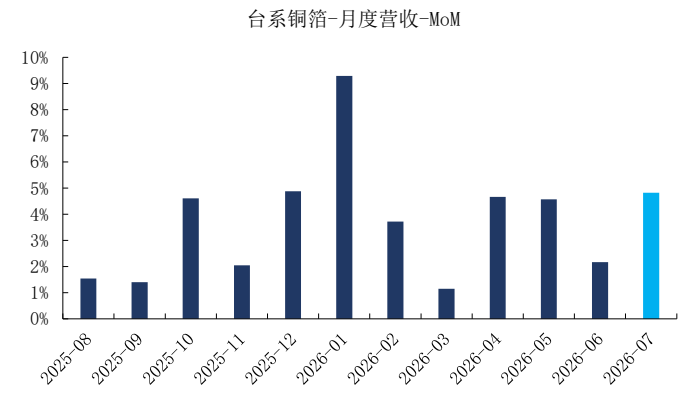
根据跟踪，整个产业链景气度判断为“保持高景气度”，主要来自 AI 算力相关的产品在 7 月逐步实现批量交付，有望在 Q3 实现大批量出货交付、业绩大面积释放，投资方面建议优先选择 PCB 制造商，下半年业绩释放斜率将领先产业链其他环节。

图表1：台系电子铜箔厂商月度营收同比增速



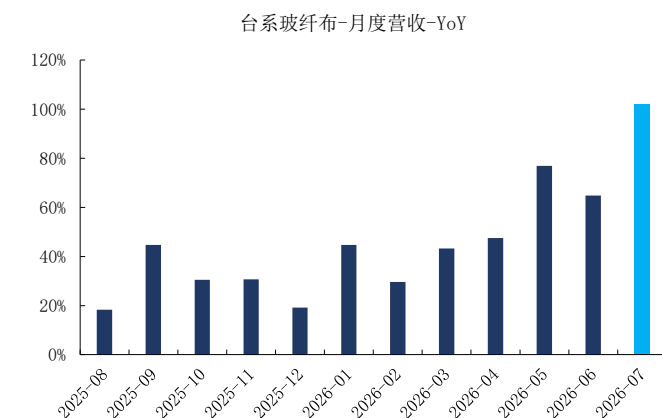
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：台系电子铜箔厂商月度营收环比增速



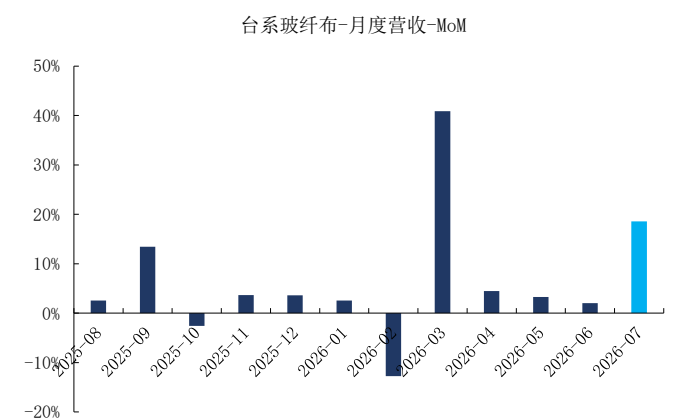
来源：Wind，国金证券研究所

图表3：台系电子玻纤布厂商月度营收同比增速



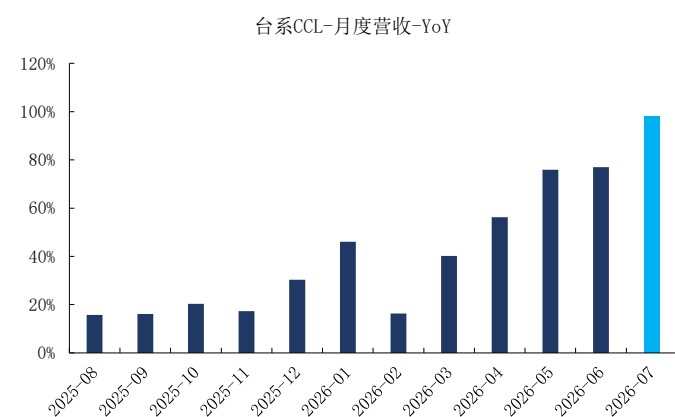
来源：Wind，国金证券研究所

图表4：台系电子玻纤布厂商月度营收环比增速

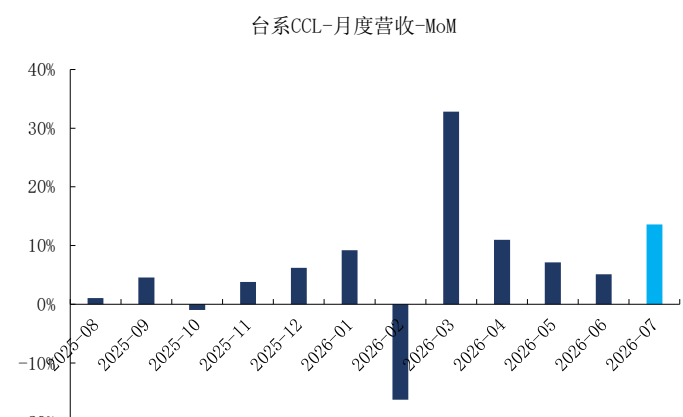


来源：Wind，国金证券研究所

图表5：台系覆铜板厂商月度营收同比增速



图表6：台系覆铜板厂商月度营收环比增速



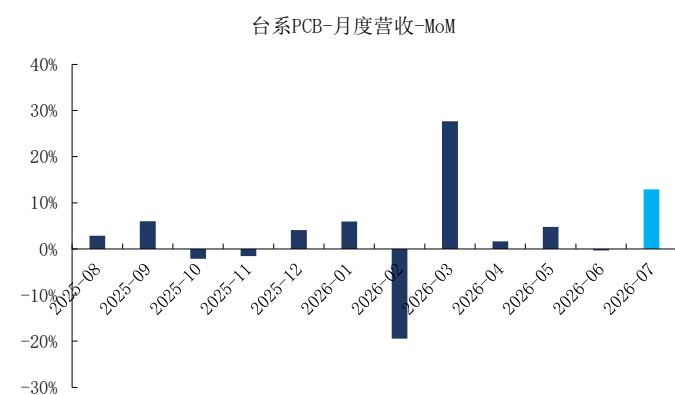
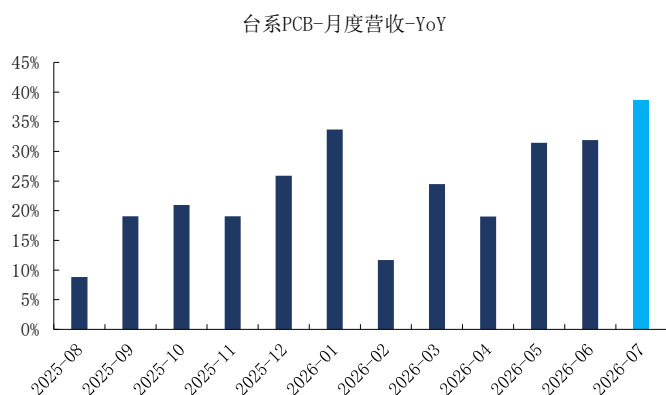


来源：Wind，国金证券研究所

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

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

来源：Wind，国金证券研究所

1.2 半导体代工、设备、零部件观点：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。

半导体后道设备：半导体测试是保障芯片性能、良率与可靠性的关键环节，AI 正在推动行业景气由传统周期修复转向结构成长。根据 SEMI 预测，全球半导体测试设备销售额预计于 2026 年同比增长 31.0%至 153 亿美元，并于 2028 年达到 208 亿美元，2025—2028 年复合增速约 21%。其中，SoC 测试机受益于 GPU、ASIC 等高端逻辑芯片扩产，存储测试机则受益于 HBM 堆叠层数、接口速度及质量要求提升。与此同时，下游封测厂资本开支回升、先进封装项目密集落地，测试机、分选机及接口件需求有望持续释放。全球高端 ATE 市场高度集中，竞争优势已由单机参数延伸至核心平台、客户验证、测试程序生态、量产交付及 Test Cell 协同能力，国内测试设备行业有望由单品突破逐步迈向平台化扩张。我们认为，本轮测试设备景气主要是由 AI 服务器扩容、HBM 及先进封装放量共同推动的结构性增长。芯片数量增加扩大测试基数，复杂度提升带动单颗测试资源和 Test Cell 配置升级，测试插入点及测试时间增加则进一步推升设备容量需求。建议优先关注已建立核心测试平台、具备头部客户验证和规模化交付能力，并能够向分选机、探针台、SLT 及接口件等相邻环节延伸的平台型厂商；同时关注在模拟、功率等细分领域形成稳定优势，并持续向高端 SoC、存储及混合信号测试拓展的专业化厂商。具体来看，长川科技具备由数字 SoC 测试向综合 Test Cell 平台扩展的基础，华峰测控在模拟及功率测试领域积累较深，联动科技则有望依托功率测试优势进一步拓展产品边界。

封测：先进封装需求旺盛，重视产业链投资机会。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。

当前封测板块景气度稳健向上，随下游需求好转，国内模拟/数字芯片公司库存普遍已筑底回升，开始主动补库。对于封测厂来说，其营收与半导体销售额呈高度拟合关系。从产业链位置来看，封测属半导体产业链中位置相对靠后的环节，封测厂生产的产品将成为最终产品形态并进入设计厂商库存。因此，在库存水位较高的情况下，受 IC 设计厂商砍单影响，封测厂商表现会相对较弱，业绩出现明显下滑；但若当库存水位较低，且下游需求好转情况下，IC 设计厂商会优先向封测厂商加单，加工处理之前积累的未封装晶圆，进而推动整体产业链从底部实现反转。

1.3 元件：关注涨价趋势

1) 被动元件

26Q1 各厂商淡季不淡，有望形成结构性需求旺盛+上游成本增加的顺价涨价，目前综合行业稼动率处于较高水平，复盘之前周期，MLCC 相较于其他细分，有明显的渠道代理商放大效应，且宏观流动性增加的背景下，龙头公司的上游采购能力、成本传导过程中超额收益的能力更强。

AI 端测的升级有望带来估值弹性，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：LCD 面板价格报涨



LCD: 根据 WitsView 最新面板报价, 3 月 32/43/55/65 吋面板价格变动 1、1、2、3 美金, 电视、显示器面板价格变动 0.1/0.1 美金, 笔电面板部分尺寸价格有小幅下跌。3 月电视与显示器面板涨幅明确, 笔电面板跌势收敛。

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: 持续看好景气度上行的存储板块

根据 TrendForce 集邦咨询最新调查, 2025 年第四季 Server DRAM 合约价受惠于全球云端供应商(CSP)扩充数据中心规模, 涨势转强, 并带动整体 DRAM 价格上扬。尽管第四季 DRAM 合约价尚未完整开出, 供应商先前收到 CSP 加单需求后, 调升报价的意愿明显提高。TrendForce 集邦咨询据此调整第四季一般型(Conventional DRAM)价格预估, 涨幅从先前的 8-13%, 上修至 18-23%, 并且很有可能再度上修。

我们看好存储器持续上行的机会: 1) 供给端, 减产效应显现, 存储大厂合约开启涨价。2) 需求端, 云计算大厂 capex 投入开始启动, 对应企业级存储需求开始增多; 同时消费电子终端为旺季备货, 补库需求也在加强。整体, 我们认为存储器进入明显的趋势向上阶段。我们持续看好企业级存储需求及利基型 DRAM 国产替代, 建议关注: 兆易创新、香农芯创、北京君正、德明利、江波龙、佰维存储等。

1.5 消费电子: C 端落地场景持续拓展, 关注 BOMB 成本涨价情况

随着多模态交互成为标配、Agent 应用生态成熟, 以及模型推理成本的进一步优化, 大模型调用量有望延续当前的高速增长曲线, AI 正从技术探索全面迈向大规模生产力赋能的新阶段。随着大模型的持续优化, 原本参数规模庞大的生成式 AI 模型正在变小, 同时端侧处理能力正在持续提升。

我们看好 AI 应用落地: 1) AI 手机方面, 重点看好苹果产业链, 折叠手机、折叠 pad、AI 眼镜、智能桌面等产品陆续推进中, 苹果将持续打造芯片、系统、硬件创新及端侧 AI 模型的核心竞争力, 算力+运行内存提升是主逻辑, 带动 PCB 板、散热、电池、声学、光学迭代。2) 多家厂商发布 AI 智能眼镜, 重点关注海外大厂 Meta 发布新机的节奏, 以及苹果、微软、谷歌、OpenAI、亚马逊等布局情况。3) AI 端侧应用产品正在加速, 各大厂积极尝试不同品类产品, 覆盖类 AIPin、智能桌面、智能家居等产品, 有望给可穿戴等硬件产品带来创新和新的机遇。

二、重点公司

看好 AI 覆铜板/PCB 及核心算力硬件、半导体设备及苹果产业链

华为何庭波发布韬定律第二篇论文, 积极利好半导体设备, 半导体设备板块近期股价连续回撤, 产业逻辑没有发生变化, 建议积极布局半导体设备板块。英伟达指引 FY28 收入增长 70%, AI 需求继续强劲, 长鑫 Q2 业绩爆发式增长, 长鑫、长存有望加速扩产, 积极利好半导体设备及材料产业链。台积电展望 AI 高景气度有望延长 2029/2030 年, 谷歌、亚马逊、Meta 纷纷上修 2026 年资本开支, 对未来 AI 需求表述乐观, AI 链各物料缺货涨价, 英伟达新一代 Vera Rubin 平台需求更强劲, 先进制程晶圆代工/先进封装加速扩产及纷纷涨价, AI 短期、中期的需求都非常强劲。我们认为, 随着台积电 Rubin 及谷歌/亚马逊等 ASIC 厂商新产品的拉货, Q3 环比增长有望加速, 继续看好 AI 产业链硬件核心公司。我们研判谷歌、亚马逊、Meta、OpenAI 及微软的 ASIC 数量, 2026-2027 年将迎来爆发式增长。我们认为 AI 强劲需求带动 PCB 价量齐升, 目前多家 AI-PCB 公司订单强劲, 满产满销, 正在大力扩产, 业绩高增长有望持续。AI 覆铜板也需求旺盛, 由于海外覆铜板厂商扩产缓慢, 缺货涨价情况持续, 大陆覆铜板龙头厂商有望积极受益。整体来看, 继续看好 AI 覆铜板/PCB 及核心算力硬件、半导体设备及苹果产业链。相关标的: 长鑫科技、生益科技、北方华创、中微公司、拓荆科技、东山精密、沪电股份、鹏鼎控股、景旺电子、微导纳米、胜宏科技、大族数控、蓝特光学、南亚新材、三环集团、深南电路、芯原股份、广合科技、生益电子、鼎泰高科、芯基微装、大族激光、立讯精密、寒武纪、长川科技、水晶光电、江海股份、东睦股份、奥海科技、安集科技、江丰电子、鼎龙股份、铂科新材、顺络电子、蓝思科技、领益智造。美股建议关注: 台积电、美光科技、英伟达、海力士、博通、天弘科技。

长鑫科技: 公司于 2026 年 08 月 28 日公布财报。2026 年上半年, 公司实现营业收入 1,503.10 亿元, 归属于母公司净利润达 776.05 亿元, 净利润率高达 51.6%, 创历史新高; 毛利率达 84.84%, 显著高于行业均值, 主因 DRAM 价格上行与销量双升, 叠加 IDM 模式成本优势, 盈利质量优异且非经常性损益影响极小。公司构建覆盖设计、制造、封装到模组的全链条 IDM 模式, 第四代工艺平台已量产, 第五代平台进入客户认证, 核心技术达国际先进水平; 拥有境内专利 4,484 项(含发明专利 3,744 项)及境外专利 3,400 项, 支撑 DDR5、LPDDR5/5X、LPDDR6 全系列高端产品规模化量产, 技术自主性构筑核心壁垒。

中微公司: 新品研发及客户端验证持续推进, 平台化产品布局加速落地。2026 年上半年, 公司实现营业收入约 66.91 亿元, 同比增长 34.89%。目前在研项目覆盖六大类设备、超过 20 款新产品, 单款设备开发周期已由过去的 3—5 年缩短至 2 年以内, 新产品导入节奏明显加快。公司多款自主研发设备已完成客户端验证, 关键性能指标达到国际先进水平, 部分指标优于海外标准配置, 产品矩阵持续向多品类、高端化方向拓展, 为后续收入增长提供支撑。研发投入维持高强度, 平台化产品矩阵持续扩充。2026 年上半年, 公司研发投入约 20.42 亿元, 同比增长 36.89%, 研发投入占营业收入比例达 30.52%, 保持较高投入强度。截至 2026 年 6 月底, 公司已开发 54 种高端半导体设备, 覆盖刻



蚀、薄膜沉积、化学机械抛光及量检测等多个品类。

天孚通信: 2026年8月19日,公司发布2026年半年度报告,2026H1实现营业收入28.28亿元,同比增长15.15%;实现归母净利润12.04亿元,同比增长33.92%;扣非归母净利润11.86亿元,同比增长36.76%。2026H1公司实现毛利17.21亿元,同比增长38.05%,综合毛利率60.87%,同比提升10.08pct。AI算力需求持续旺盛,无源光器件高增成为收入及盈利增长核心驱动力。2026H1公司无源光器件实现收入15.30亿元,同比增长77.40%,毛利率71.90%,同比提升8.33pct;有源光器件实现收入12.60亿元,同比下降19.57%,毛利率47.03%,同比提升3.67pct。无源业务收入占比显著提升,叠加两类产品毛利率均同比改善,推动公司整体盈利能力明显增强。公司光互连元器件实现收入27.90亿元,同比增长14.87%,销量1.35亿个,同比增长6.48%,收入增速高于销量增速,反映产品价值量及结构持续优化。

英伟达: 2026年8月27日公司披露FY27Q2 (26.5~26.7) 业绩, FY27Q2公司实现营收962亿美元,同比+18%,实现GAAP毛利率75.0%, GAAP净利润597亿美元,同比+126%。FY27Q2公司Non-GAAP毛利率为75.0%, Non-GAAP净利润为540亿美元,同比+118%。公司预计FY27Q3收入为1080亿美元(±2%),其中未考虑中国数据中心收入, GAAP/Non-GAAP毛利率预计均为74.0±0.5%。公司FY28收入有望继续高速增长,公司预计FY28收入有望实现70%同比增长。公司认为客户需求量大于实际产能可以支持的量,客户需求有望实现翻倍增长,但目前供给能力仅能较有把握支持70%,供应瓶颈包括晶圆制造、存储、数据中心基建等。Agentic AI有望显著提高算力需求,单个agent所需的算力有望达到人直接使用AI的15~100倍,且大量AI agent将7*24持续运行。公司预计前五大大型云厂商26年CAPEX将接近8000亿美元,27年有望达到1.3万亿美元。公司FY27Q2数据中心收入达到约890亿美元,同比+117%,其中来自大型云厂商的收入为490亿美元,来自ACI&E客户(Neocloud、企业、工业等)收入约400亿美元,显示公司客户逐渐多元化。公司Vera Rubin已经于8月实现量产出货,主要的大型云厂商、AI云、OEM均已经下单, FY27Q3 Vera Rubin有望贡献数据中心收入的20%。公司单GW数据中心可获得的收入也从Grace Blackwell的250亿美元,有望在Vera Rubin平台提升至400亿美元,体现公司从纯GPU供应商,逐渐转向全面数据中心基础设施厂商,为客户提供GPU、CPU、网络连接的全套解决方案。公司网络收入FY27Q2环比增长18%, Grace CPU TTM收入以及超过50亿美元, Vera CPU已经量产,预计FY28 CPU收入有望实现超翻倍增长。

台积电: 2026年7月16日公司披露26Q2业绩, 26Q2公司实现营收402.01亿美元,同比+36%,公司26Q2毛利率为67.7%,环比+1.5pcts,同比+9.1pcts,实现净利润223.66亿美元,同比+77.8%。公司指引26Q3收入为446~458亿美元,中枢同比+37%,环比+12%,公司预计全年美元计价营收增长略超40%,全年CAPEX为600~640亿美元。公司26Q2资本开支约157亿美元,上调全年资本开支至600~640亿美元,其中70%至80%用于先进制程,10%用于特色制程,10%至20%用于先进封装、测试、光罩及其他环节。我们认为,公司上调资本开支显示公司对未来收入增长以及市场机会的强大信心,公司强调未来三年CAPEX将显著高于过去三年。26Q2公司7nm以及更先进制程收入占晶圆收入比例达到77%, 2nm已经开始贡献收入,占比3%。除了GPU、XPU以外, agent AI拉动CPU需求, CPU主要供应商均为公司客户, CPU需求增长有望继续带动公司AI收入增速上行。公司预计未来五年AI收入增速的CAGR有望高于之前所指指引的55~60%。公司认为AI高景气度有望持续,公司预计需求有望延续至2029甚至2030年。

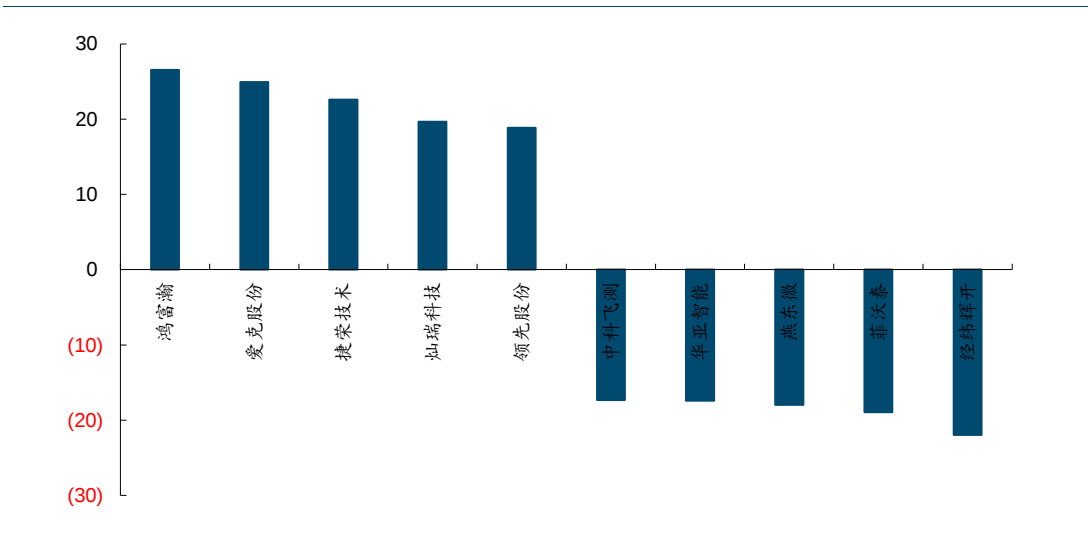
天弘科技: 2026年7月28日公司披露26Q2业绩, 26Q2公司实现营收47亿美元,同比+62%, 26Q2公司GAAP毛利率为12.3%, Non-GAAP毛利率为11.5%,公司GAAP净利润为3.69亿美元,同比+75%;公司Non-GAAP净利润为2.95亿美元,同比+83%。公司预计26Q3收入为52.5~55.5亿美元, Non-GAAP EPS为2.88~3.08美元。公司预计2026年营收为205亿美元, Non-GAAP EPS为11.30美元。公司预计2027年营收有望加速,超过2026年的65%的营收同比增速。同时公司预计2027年Non-GAAP EPS增速将超过27年营收的增速。公司26Q2数据中心收入快速增长,公司连接与云端解决方案(CCS)业务收入达38.1亿美元,同比+84%,其中通信终端市场收入达到26.5亿美元,同比+62%,企业终端市场收入达11.6亿美元,同比+167%。公司预计26Q3通信终端市场收入同比增长约60%,企业终端市场收入同比增长约190%。公司全年CAPEX维持之前指引,预计26年为10亿美元。公司预计全年CCS业务增速为85%,主要驱动力来自800G交换机需求高速增长,以及1.6T交换机在26H2的产能爬坡。公司预计交换机需求将在2027年继续保持强劲。公司企业终端市场需求主要来自客户AI算力项目需求的持续增长,公司预计2027年多个AI算力项目将成为快速增长的驱动力。公司预计2026年高级技术解决方案(ATS)业务收入同比增长10%, ATS下游应用包括设备、工业、医疗以及军工等。公司数据中心新项目推进顺利。公司确认与OpenAI的合作, 27年有望量产Jalapeno芯片的整机柜, OpenAI项目有望在27年产生数十亿美金收入。公司将参与AMD Helios机柜的scale up网络部署,预计27年将产生数十亿美元收入。同时所有部署AMD机柜的大型CSP项目公司均有参与。

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传媒、银行、农林牧渔,涨跌幅分别为6.03%、4.03%、3.34%。涨跌幅后三位为建筑材料、有色金属、电子,涨跌幅分别为-4.26%、-5.01%、-5.36%。本周电子行业涨跌幅为-5.36%。



图表12：电子板块个股周涨跌幅（%）（2026.08.31-2026.09.04）



来源：Wind，国金证券研究所

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：北京市东城区建国门内大街 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