



# 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 Capex 超预期带来国产链利好，海外光通信技术持续迭代

### 通信周观点：

1) 国产算力链再迎利好。阿里单季 AI+云 Capex 达 386 亿元，三年规划 3800 亿元建设 AI 基础设施，带动算力需求扩张。阿里云收入同比增 26%创三年新高，AI 产品连续八季三位数增长。寒武纪发布 2025 业绩，营收高速增长，净利率改善显著，经营性现金流由 1Q 的-13.99 亿转为 2Q 的 23.11 亿，合同负债也由百万级升至 5.43 亿，显示下游需求旺盛及轻资产模式优势。未来伴随产能扩张和良率提升，公司算力芯片业务成长空间持续扩大。伴随互联网巨头 Capex 投入与国产 AI 芯片量产加速，我们长期看好国产算力需求增长，IDC 有望进入新一轮招标期。2) 海外算力链依然维持高热度。英伟达发布 2Q 业绩，超预期表现带动海外链大涨。2025 Networking 收入 72.52 亿美元，同比+98%、环比+46%；2030 年 AI 基础设施支出有望达到 3-4 万亿美金。此外英伟达正式发布基于 CP0 的网络架构，将于 2026 年量产 Quantum-X 与 Spectrum-X 平台，能效提升至传统的 3.5 倍，显著提升 AI 工厂能效与可靠性。Lumentum 方面确认拿下首个 CP0 订单，并实现 OCS 营收突破。建议关注太辰光等 CP0 产业链内公司。3) 近期多家公司发布业绩报告。新易盛 1H25 营收 104.37 亿元，同比增长 283%，归母净利润 39.42 亿元，同比增长 356%，受益 800G 光模块放量，产能提升至 1520 万只。中际旭创 1H25 营收 147.89 亿元，同比增长 37%，归母净利润 39.95 亿元，同比增长 69%，高速光模块及 AI Token 增长支撑业绩。天孚通信 1H25 营收 24.56 亿元，同比增长 58%，归母净利润 8.99 亿元，同比增长 37%，光有源器件放量带动增长。

### 细分赛道：

服务器：本周服务器指数+5.16%，本月以来，服务器指数+34.41%。英伟达发布 2Q 业绩，超预期表现带动海外链大涨。

2025 Networking 收入 72.52 亿美元，同比+98%、环比+46%；2030 年 AI 基础设施支出有望达到 3-4 万亿美金。

光模块：本周光模块指数+17.92%，本月以来，光模块指数+46.66%。英伟达发布 CP0 网络方案，将于 2026 年推出 Quantum-X 和 Spectrum-X 平台，单端口功耗降至 9W，可靠性提升 10 倍。Lumentum 确认获得首单 CP0 订单并实现首个 OCS 营收，光子技术加速产业化，驱动全球 AI 数据中心新一轮投资。天孚、中际旭创 2025 业绩超预期，新易盛 1H25 营收 104.37 亿元、净利 39.42 亿元，天孚光有源收入提升至 64%，中际旭创毛利率和净利率环比提升。

IDC：本周 IDC 指数+12.12%，本月以来，IDC 指数+41.86%。阿里单季 AI+云 Capex 达 386 亿元，三年规划 3800 亿元建设 AI 基础设施，云收入同比增 26%。寒武纪业绩高速增长，净利率改善显著，经营性现金流由 1Q 的-13.99 亿转为 2Q 的 23.11 亿，合同负债也由百万级飙升至 5.43 亿，显示下游需求旺盛及轻资产模式优势。巨头投资与国产芯片量产加速，共同驱动 IDC 放量。

### 核心数据更新：

电信业务量收增速逐步提升。前 7 个月，电信业务收入累计完成 10431 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 8.9%。7 月我国光模块出口数据有所减少，7 月当月同比降低 30%；1-7 月累计同比降低 14%。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。2025 微软/谷歌/Meta/亚马逊资本支出分别为 242 亿/224 亿/165 亿/314 亿美元，同比+28%/+70%/+102%/+91%。

### 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

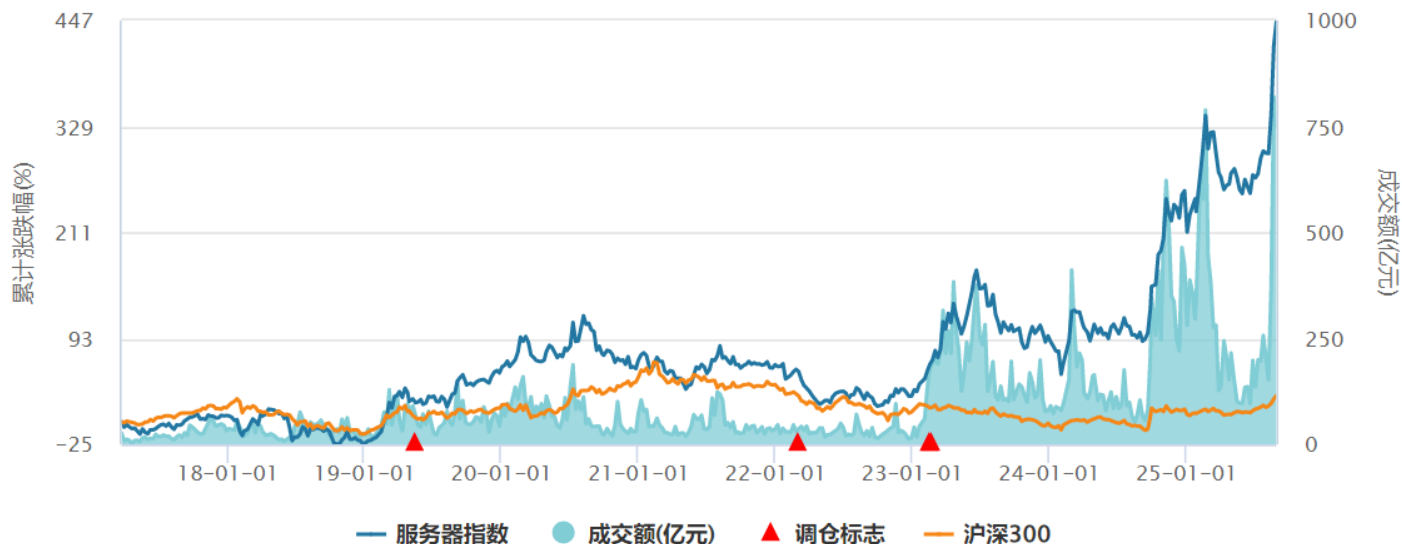
AI 商业价值不及预期、技术发展速度不及预期、供应链集中度过高、行业监管加剧、市场竞争加剧的风险。



## 一、细分行业观点

**服务器：**本周服务器指数+5.16%，本月以来，服务器指数+34.41%。英伟达 2025 Networking 收入 72.52 亿美元，同比+98%、环比+46%，主要由 NVLink 计算网络、XDR InfiniBand 及以太网产品驱动，显示通信互联在 Scale-up AI 数据中心中的关键作用；此外，2030 年 AI 基础设施支出有望达到 3-4 万亿美金。随着高带宽、高能效需求持续上升，光模块和高性能互联设备市场规模不断扩大，行业长期成长空间广阔。

图表1：服务器指数 (8841058.WI) 走势

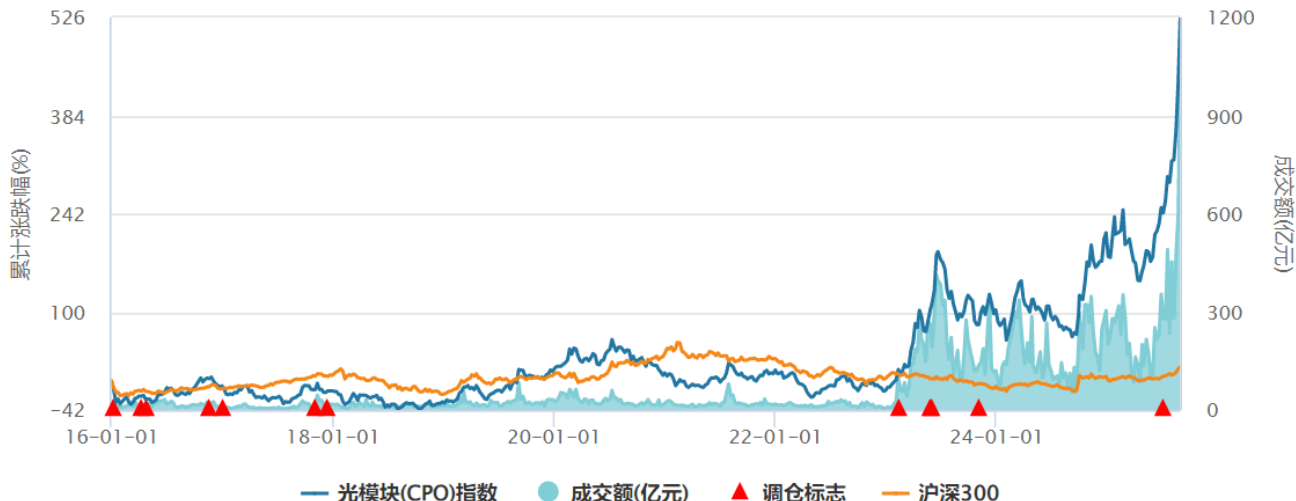


来源：wind，国金证券研究所

**光模块：**本周光模块指数+17.92%，本月以来，光模块指数+46.66%。英伟达发布首份 CPO 官方报告，宣布 2026 年将在 AI 数据中心全面应用 CPO 技术，其 Quantum-X InfiniBand 与 Spectrum-X 以太网平台通过硅光集成，将信号损耗从 22dB 降至 4dB，单端口功耗由 30W 降至 9W，系统可靠性提升 10 倍，能效改善达 3.5 倍，为大规模 AI 工厂提供高带宽、低延迟和高可靠性的互联方案。与此同时，Lumentum 确认获得首个 CPO 订单并实现首个 OCS 营收，且在美扩张 InP 晶圆厂与自有制造能力，奠定其在光子互联及 AI 基础设施中的核心地位。随着 CPO 加速产业化，海外算力基础设施投资有望进入新一轮上行周期。建议关注天孚通信、太辰光等 CPO 产业链内公司。

新易盛 1H25 营收 104.37 亿元，同比增长 283%，归母净利润 39.42 亿元，同比增长 356%，受益 800G 光模块放量，产能提升至 1520 万只。中际旭创 1H25 营收 147.89 亿元，同比增长 37%，归母净利润 39.95 亿元，同比增长 69%，高速光模块及 AI Token 增长支撑业绩。天孚通信 1H25 营收 24.56 亿元，同比增长 58%，归母净利润 8.99 亿元，同比增长 37%，光有源器件放量带动增长。

图表2：光模块(CPO)指数 (8841258.WI) 走势



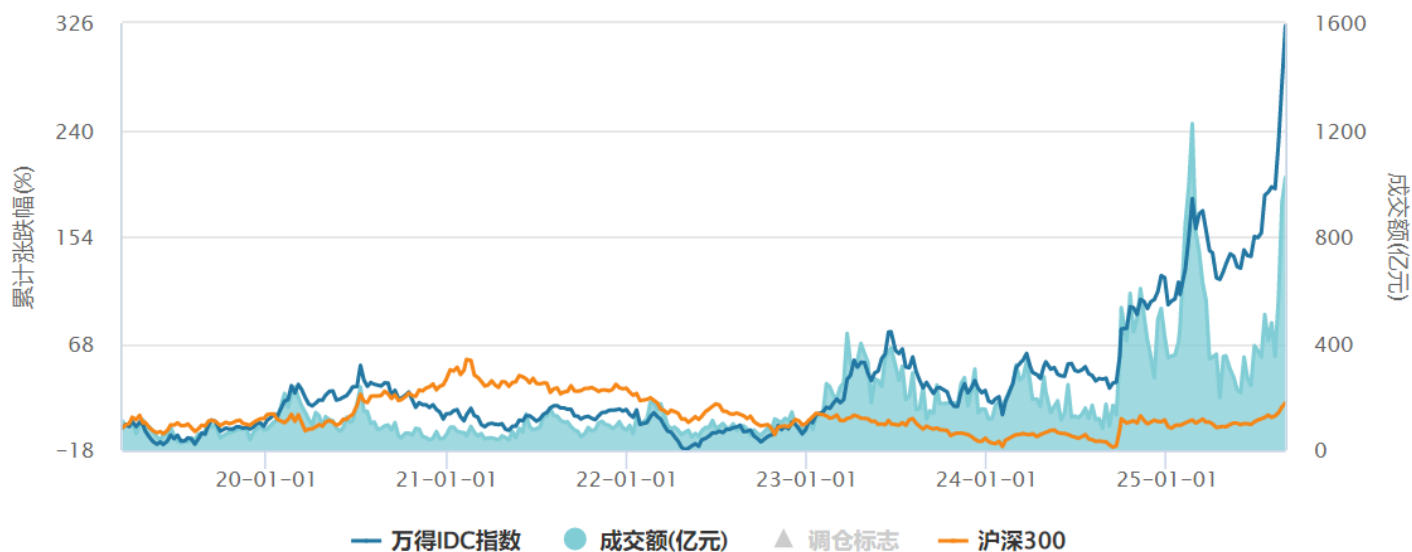
来源：wind，国金证券研究所



**IDC:** 本周 IDC 指数+12.12%，本月以来，IDC 指数+41.86%。国产算力链本周再迎重磅催化。阿里在 AI+云持续加码，单季 Capex 达 386 亿元，过去四季度累计超千亿元，并规划三年 3800 亿元建设 AI 基础设施，国产算力建设提速。需求端看，阿里云收入同比增长 26%创三年新高，AI 相关产品已连续八个季度保持三位数增速，验证算力需求强劲。芯片环节，寒武纪业绩高速增长，净利率改善显著，经营性现金流由 1Q 的-13.99 亿转为 2Q 的 23.11 亿，合同负债也由百万级飙升至 5.43 亿，显示下游需求旺盛及轻资产模式优势。未来伴随产能扩张和良率提升，公司算力芯片业务成长空间持续扩大。伴随互联网巨头 Capex 投入与国产 AI 芯片量产加速，我们长期看好国产算力需求增长，IDC 建设有望进入新一轮放量周期。

建议关注阿里国产算力链：1) AIDC：奥飞数据、数据港、大位科技、科华数据、万国数据、世纪互联等；2) 算力芯片：寒武纪、海光信息、中兴通讯、盛科通信、芯原股份、万通发展等；3) 光模块：华工科技、光迅科技、剑桥科技、联特科技等；4) 交换机：紫光股份、锐捷网络、菲菱科思、共进股份等；5) 液冷：英维克、同飞股份、高澜股份等；6) 电源：科华数据、欧陆通、中恒电等；7) 算力租赁：润建股份、有方科技等。

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  | 光模块厂商陆续发布 2025 业绩，英伟达加快推进 CP0，光通信板块稳健向上。                                   |
| 服务器 | 稳健向上  | 英伟达预计 AI 基建 Capex 仍处早期阶段，预计 2030 年或达 3-4 万亿美元，工业富联作为英伟达 AI 服务器主要代工厂有望持续受益。 |
| 交换机 | 稳健向上  | 国内超节点方案加速渗透，scale up 交换网络有较大增量，带来国产交换机厂商成长空间。                              |
| 连接器 | 稳健向上  | 谷歌积极引入 OCS 技术构建超节点方案，光连接方案向机柜内渗透，行业扩容。                                     |
| IDC | 加速向上  | 阿里 2025 资本开支超预期，带动国产算力需求增长，IDC 行业有望迎来新招标，行业加速向上。                           |
| 物联网 | 加速向上  | Meta、小米等公司的 AI 眼镜新品迭出，端侧再迎催化。                                              |
| 液冷  | 高景气维持 | 英伟达 GB300 全面采用液冷设计，国内液冷厂商有望在 AI 时代出海，想象空间很大。                               |

来源: 华尔街见闻, 环球网, 财联社, 新浪财经, 36 氪, wind, 环球市场播报, 工商时报, 英伟达官网, C114, 澎湃新闻, 英伟达公众号, 国金证券研究所

## 二、核心数据更新

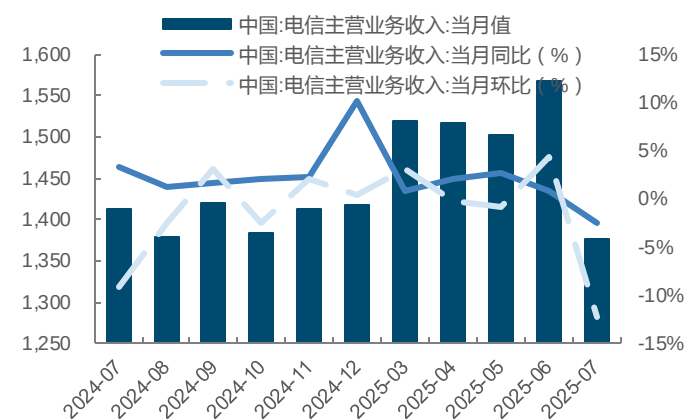
### 运营商: 运营商数据维持稳健增长

2025 年前 7 个月，电信业务收入累计完成 10431 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%。

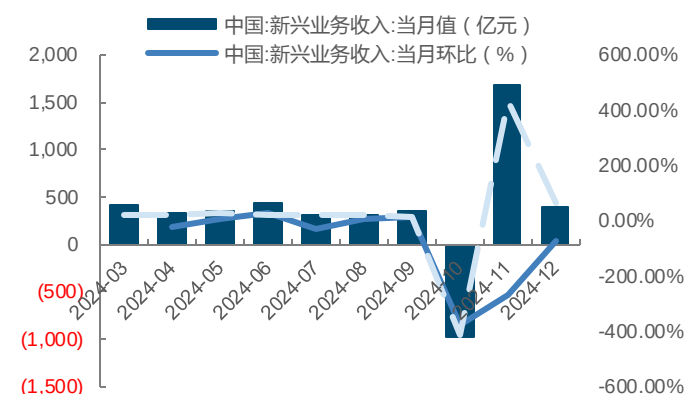


图表5: 2025 年月电信主营业务收入同比减少 12.19%

图表6: 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

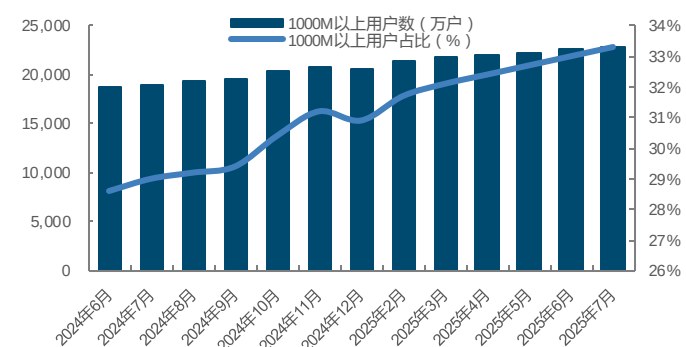


来源: wind, 国金证券研究所

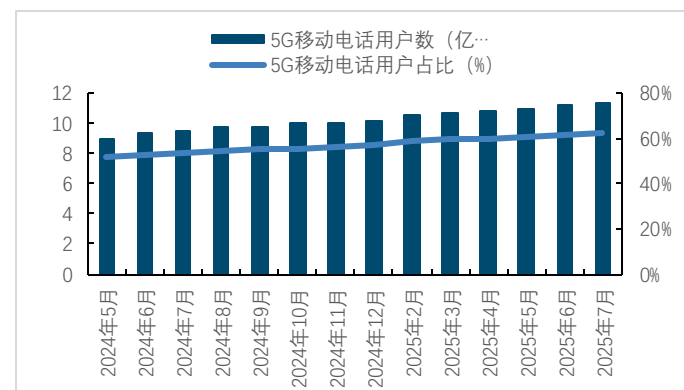
截至 2025 年 7 月, 固定宽带接入用户规模达到 6.86 亿户, 其中千兆用户达 2.28 亿户, 在固定宽带接入用户中占比达到 33.3%, 较上年末提高 2.4 个百分点。截至 7 月末, 我国移动电话用户规模达 18.15 亿户。其中, 5G 移动电话用户数达 11.37 亿户, 在移动电话用户中占比 62.7%。

图表7: 千兆用户占比超三成

图表8: 截至 7 月末 5G 用户占比超六成



来源: 工信部, 国金证券研究所

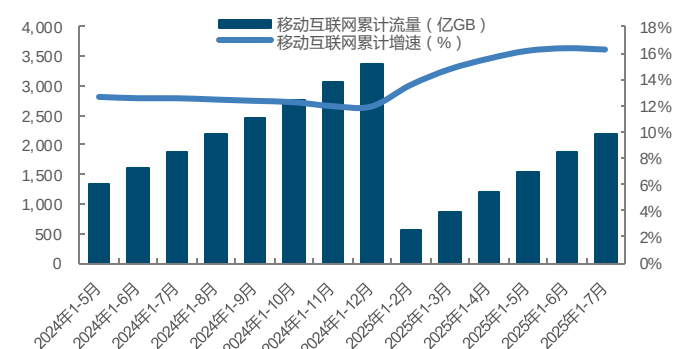


来源: 工信部, 国金证券研究所

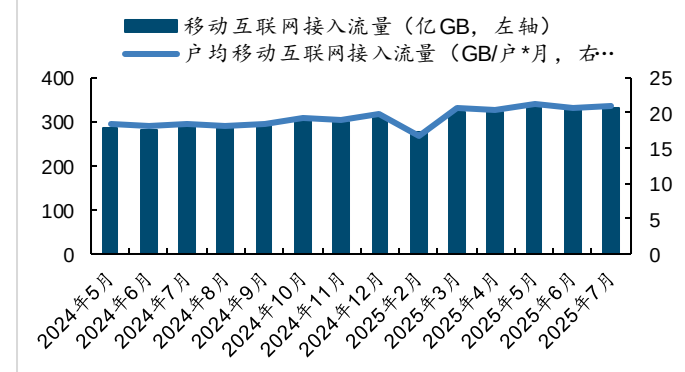
2025 年前 7 个月, 移动互联网累计流量达 2200 亿 GB, 同比增长 16.3%。截至 7 月末, 移动互联网用户数达 15.96 亿户, 比上年末净增 2632 万户。7 月当月户均移动互联网接入流量 (DOU) 达到 20.91GB/户·月。

图表9: 1-7 月移动互联网累计流量同比增长 16.3%

图表10: 7 月当月 DOU 达 20.91GB/户·月



来源: 工信部, 国金证券研究所

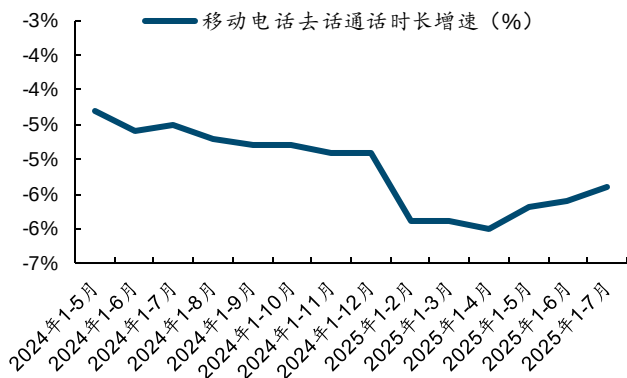


来源: 工信部, 国金证券研究所

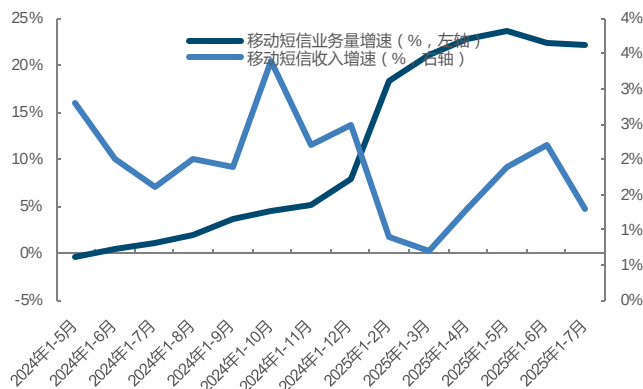
2025 年前 7 个月, 移动电话去话通话时长完成 1.2 万亿分钟, 同比下降 5.4%; 前 7 个月, 全国移动短信业务量同比增长 22.2%; 移动短信业务收入同比增长 1.3%。



图表11: 电话通话量持续下滑



图表12: 移动短信业务量快速增长

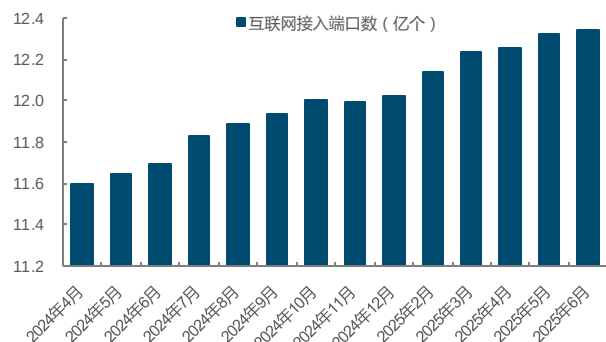


来源: 工信部, 国金证券研究所

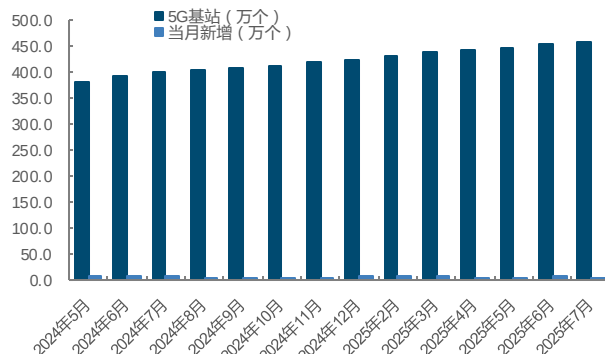
来源: 工信部, 国金证券研究所

截至 2025 年截至 7 月末, 全国互联网宽带接入端口数量达 12.4 亿个, 比上年末净增 3386 万个。截至 7 月末, 具备千兆网络服务能力的 10G PON 端口数达 3053 万个, 比上年末净增 232.8 万个。截至 7 月末, 5G 基站总数达 459.8 万个, 当月新增 4.9 万个。

图表13: 千兆光纤宽带网络建设稳步推进



图表14: 5G 网络建设持续深化

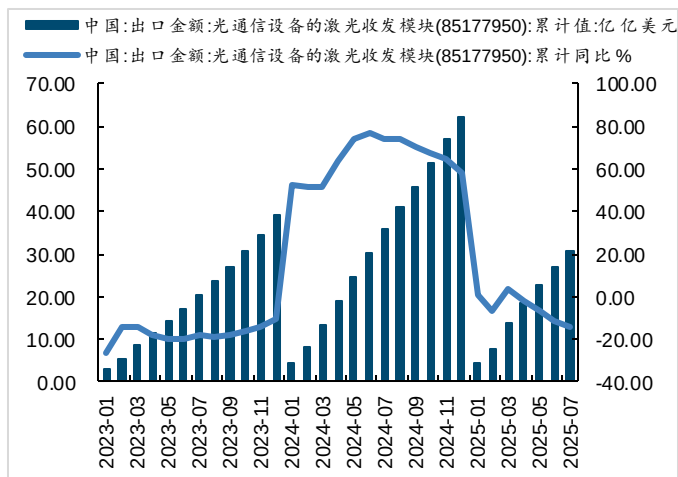


来源: 工信部, 国金证券研究所

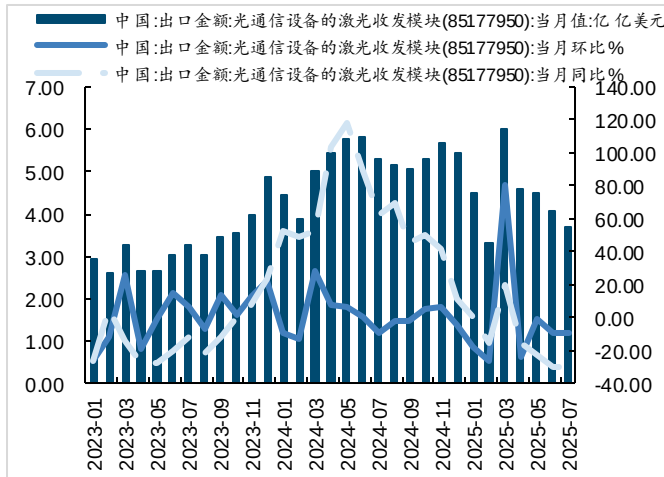
来源: 工信部, 国金证券研究所

**光模块数据:** 2025 年 1-7 月我国光模块出口数据下降, 7 月当月同比下降 29.81%; 1-7 月累计同比下降 13.96%。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: 1-7 月光模块出口金额同比下降 14%



图表16: 7 月光模块出口金额同比下降 29.81%



来源: wind, 国金证券研究所

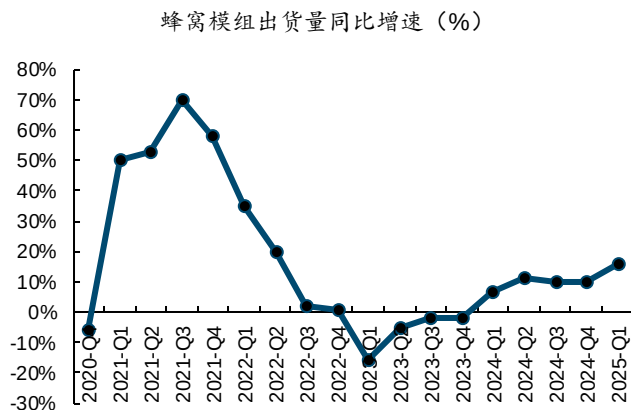
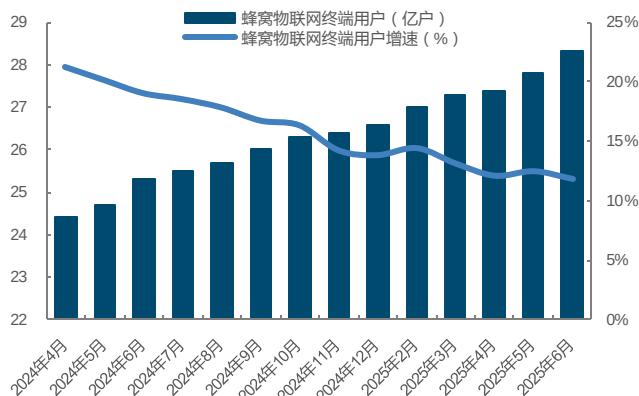
来源: wind, 国金证券研究所



**物联网数据：**截至 2025 年 6 月末，我国移动物联网（蜂窝）终端用户数达 28.31 亿户，同比增长 11.9%，本年净增 1.75 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。1Q25 全球物联网模组出货量同比增长 16%。

图表17：截至 6 月末蜂窝物联网终端用户数同比增长 11.9%

图表18：2025 年 Q1 物联网模组出货量同比增长 16%



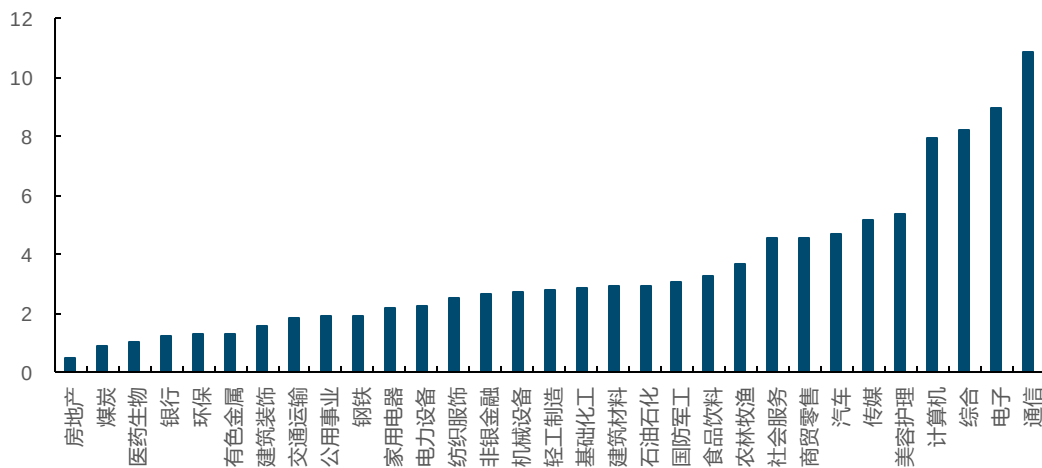
来源：工信部，国金证券研究所

来源：国金证券数字未来实验室，Counterpoint Research，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 10.84%，排名全行业第 1。

图表19：板块周涨跌幅排序 (%)

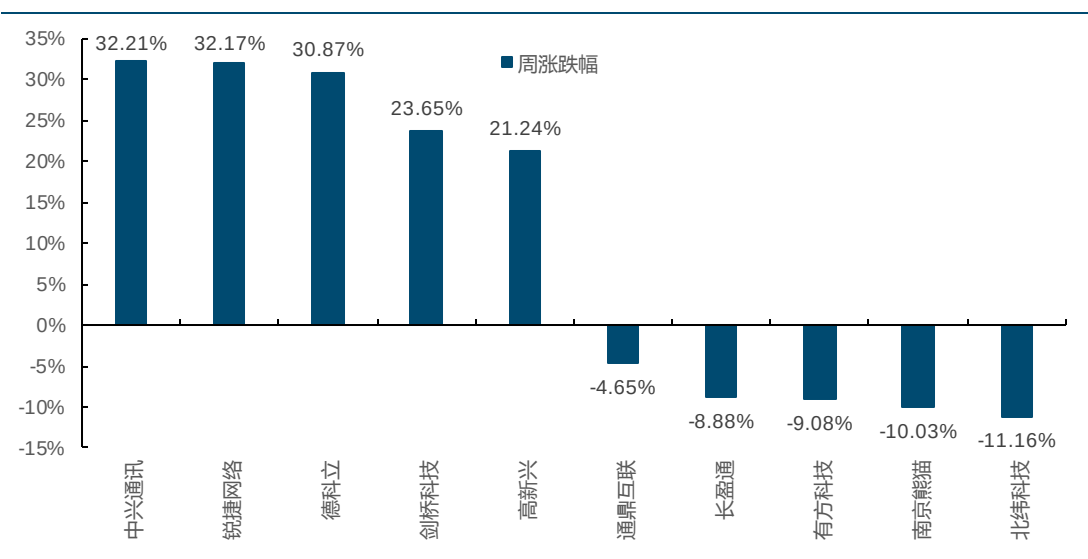


来源：wind，国金证券研究所

从个股情况来看，本周中兴通讯、锐捷网络、德科立、剑桥科技、高新兴为通信（申万）涨幅前五大公司，涨跌幅分别为 32.21%、32.17%、30.87%、23.65%、21.24%。通信（申万）跌幅前五为通鼎互联、长盈通、有方科技、南京熊猫、北纬科技，涨跌幅分别为-4.65%、-8.88%、-9.08%、-10.03%、-11.16%。



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

中国移动主导的“省际骨干传送网 400G OTN 新技术试验网工程”荣获 FIDIC 亚太区“杰出基础设施项目”奖。该项目由中国移动设计院设计,联合烽火通信和中兴通讯打造。项目攻克超高速、大容量、长距离光传输难题,创新提出“三重主备”“四维数智”设计,树立全球骨干网建设新标杆。

8月28日,2025 中国国际大数据产业博览会在贵阳开幕,中国电信以“优数精算 星辰智惠”主题亮相,四大展区呈现算网一体、AI、量子科技等创新成果。“息壤”平台构建全国算力一张网,星辰 MaaS 集成 80 余行业大模型,量子安全设备布局 16 城。展区覆盖行业应用、科研创新与沉浸体验,全面展示数智时代技术实力与产业赋能能力。

### 4.2 公司新闻

长芯博创:

长芯博创(300548)上半年业绩亮眼,实现营业收入 11.99 亿元,同比增长 59.54%;归母净利润 1.68 亿元,同比增长 1121.21%,扣非净利润 1.62 亿元,同比增长 1475.2%,经营性现金流净额 2.97 亿元,同比增长 256.76%。公司主营光通信集成光电子器件,包括 PON 光模块、PLC 光分路器、数通光收发模块及高速铜缆,产品覆盖电信、数据通信、消费及工业互联市场,其中电信市场收入 2.21 亿元,同比下降 39.66%,毛利率提升至 15.94%;数据通信及消费工业互联市场收入 9.76 亿元,同比增长 154.37%,毛利率达 45.65%,主要受 AI 发展和数据中心算力提升推动。公司持续推进产品迭代与技术研发,PON 光模块、MEMS 光开关器件、400G QSFP112 模块及高性能机器视觉连接线 AOC 原型样品等新品陆续完成开发,为高清视频显示、VR/AR 及工业互联等场景提供支撑。受业绩驱动,公司股价表现强劲,今年二季度以来涨幅最高达 5 倍,截至 8 月 28 日收盘价 160.04 元/股,公司市值 465 亿元,上半年研发投入 5618.41 万元,占营业收入 4.68%,保持长期技术竞争力。

中兴通讯:

中兴通讯 2025 年上半年实现营收 715.5 亿元,同比增长 14.5%,归母净利润 50.6 亿元,算力及终端产品为代表的“第二曲线”业务同比增长近 100%,占比超过 35%,体现了“连接+算力”战略初步成效。公司运营商网络业务降幅收窄,政企业务收入同比增长 109.9%,服务器及存储产品收入同比增长 200%以上,服务器占比 55%;消费者业务受双品牌及海外市场拓展推动,同比增长 7.6%。毛利率阶段性承压,但公司通过规模化、提升自研比例及解决方案拓展等措施改善。中兴通讯持续加大研发投入,研发费用 126.6 亿元,专利累计超过 5 万件,其中 AI 专利近 5500 件,构建涵盖网络、算力、行业应用及端侧的全链路 AI 赋能体系,推动 AI 技术从实验室落地到产业和家庭场景,实现多元化增长与全球市场竞争力提升。

新华三:

新华三集团在吉林长春发布 6 款国芯防火墙新品,覆盖 500M 至 5G 全场景,强化智慧城市、医疗、政企及中小企业网络防护,依托云网安一体化平台提供 AI 安全、Oday 漏洞响应及可视化管理,并通过赠送全威胁特征库、极速 LIC 通道及“1+3”远程安全服务优化客户成本与体验,推动国产化安全建设升级,构建端到端数字安全防线。

### 4.3 海内外大厂重点跟踪



英特尔：

英特尔 CFO 津斯纳表示，公司已获得 57 亿美元政府拨款，剩余 32 亿美元将视与美防部计划的达成情况拨付。上周特朗普政府将拜登时期承诺的 89 亿美元《芯片与科学法案》拨款转为股权，获得英特尔 10% 股份及 5 年期认股权证，可在特定条件下再购 5% 股份，成为最大单一股东。津斯纳称英特尔不会放弃晶圆代工控制权，预计认股权证不会被行使。白宫称协议仍在由商务部完善。

xAI：

马斯克旗下 xAI 推出智能代码生成模型 Grok Code Fast 1，支持 Python、Java、Rust 等多语言，能处理从新建项目到修复漏洞的任务。该模型采用全新架构，限时免费开放，定价仅 0.2 美元/百万输入 token，显著低于业界平均。此举被视为对微软 GitHub Copilot 和 OpenAI Codex 的正面挑战。

AMD：

AMD 宣布，随着 SR2a (Wraith Spire) 和 SR4 (Wraith Prism 带 ARGB) 散热器进入停产阶段，自 8 月 1 日起，部分锐龙 8000G / 7000 / 5000 处理器的 MPK 型号将改随附更入门的 SR1 (Wraith Stealth) 散热器，另有部分锐龙 7000 / 5000 盒装处理器将不再附带 SR4 散热器。这意味着未来盒装 CPU 的默认散热方案更趋简配，用户若有更高散热需求需自行选购高阶散热器。

OpenAI：

OpenAI 于 8 月 29 日推出最新实时语音模型 GPT-RealTime，支持多语言无缝切换、笑声捕捉和复杂指令遵循，同时改进函数调用能力和异步执行，可在长时间运行函数时不中断对话。新模型在 Big Bench Audio 评估中准确率达 82.8%，MultiChallenge 音频测试得分 30.5%，ComplexFuncBench 得分 66.5%，均显著高于旧版模型。价格方面，每百万 token 音频输入 32 美元（下调 20%）、缓存输入 0.4 美元、音频输出 64 美元，开发者可享更优性价比。GPT-RealTime 已在多平台开放使用，并增强了对对话上下文的细粒度控制和智能 token 限制功能，显著降低长会话成本。

华为：

华为 8 月 27 日在上海发布三款面向 AI 时代的 OceanDisk 系列 AI SSD 新品 (EX 560、SP 560、LC 560)，旨在突破“内存墙”和“容量墙”，缓解 AI 训练与推理中显存不足和存储性能瓶颈。

Lumentum：

Lumentum 表示公司持续出货用于共封装光学 (CPO) 解决方案的超高功率激光器，预计 2026 年下半年将出现更大幅度的增长；OCS 首单落地，预计收入规模将持续扩大；用于 DCI 的窄线宽激光器产品连续第六个季度增长；得益于强劲的云基础设施投资，用于海底传输的泵浦激光器产品表现强劲。

## 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**  
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