

2025 年 08 月 28 日

华为产业链，或为下一个“高低切”

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

简宇涵（分析师）

jianyuhan@kysec.cn

证书编号：S0790525050005

● 我们持续强调对市场积极，双轮驱动，“科技为先”

我们多篇报告一直明确：市场的结构是【双轮驱动】：其一为全球科技共舞下的成长品类提供强劲的弹性，其二为“反内卷”牵头下周期与顺周期交易 PPI 修复的扩散行情。我们于 7 月 29 日发布了《市场的双轮驱动系列一——交易 PPI》，于 8 月 8 日发布了《市场的双轮驱动系列二——全球科技共舞》。

在双轮驱动行情下，“坚守自我，科技为先”尤为重要。我们于 8 月 3 日发布的《坚守自我，科技为先》中提出：不应该在积极的市场中做“惊弓之鸟”，调整后的布局更为关键。

● 科技为先下，海外算力链和华为产业链是一枚硬币的两面

海外算力链与华为产业链看似对立，实则共同构成了全球算力生态的“一体两面”。海外算力链我们一直持续推荐，海外算力链条景气度高、业绩确定性强，是当下市场科技主线的核心，包括光模块、PCB 和液冷。华为产业链是科技自主的“排头兵”，是国产替代的先行者，是当下科技主线行情无法绕开的一环。

● 胜率和赔率视角，看华为产业链

在光模块、PCB 和液冷已大幅上涨的背景下，站在当前的时间点，华为产业链具备较高的性价比。华为产业链，作为国产替代的“排头兵”，具备“重要程度高、国产替代空间大、政策显著支持、技术进展不断、赔率高”的特征。胜率视角，华为产业链是中美科技竞争绕不开的环节，国内高端科技领域的替代空间较大，华为产业链深度融入国家战略，获得多维政策支持，技术上华为进展不断。赔率视角，在市场高低切后华为产业链的赔率优势较大。

● 海外算力链与华为产业链的关系：共存、互补、轮动

华为产业链是国产科技自主的“排头兵”，因此海外算力链和华为产业链是一枚硬币的两面。科技领域的竞争或将加速创新的步伐，促使华为产业链不断突破。策略视角，华为产业链与海外算力链的关系是共存、互补、轮动。

● 华为产业链：看好芯片、智能设备两大核心业务

华为产业链包括智能设备、智能汽车、芯片、云计算、基站设备、数字能源六大核心业务，策略视角，考虑重要性、紧迫程度等因素，华为产业链里看好芯片和智能设备业务。

芯片业务：战略定位高，通过架构创新、产业链协同及生态开放，打破科技进口管制；看好 AI 昇腾芯片产业链，充分受益于国内 AI 算力基础设施的建设浪潮。
智能设备：华为核心支柱业务之一，进口管制后强势复苏，业绩增速处于较高水平；智能手机产业链里，看好操作系统和芯片、存储上游环节。
智能汽车：通过“技术赋能+生态协同”战略，聚焦智能驾驶；看好智能驾驶环节。
云计算：深度融合 AI 等前沿技术，助力 AI 模型的发展。
基站设备：通过技术创新，坚持全球化战略。
数字能源：依托国家政策，做能源数字化的引领者。

● 风险提示：国产替代政策不及预期；市场波动风险、行业技术变化风险。

相关研究报告

《机构关注度提升：电力设备、基础化工、食品饮料、钢铁—机构调研周报跟踪》-2025.8.25

《中报线索：科技制造业的盈利和现金流显著增长—投资策略专题》-2025.8.24

《美联储“偏鸽”表态后大类资产比较—投资策略专题》-2025.8.23

目 录

1、我们持续强调对市场积极，双轮驱动，“科技为先”	3
2、科技为先下，海外算力链和华为产业链是一枚硬币的两面	4
2.1、海外算力链我们持续推荐：光模块、PCB、液冷	4
2.2、华为产业链，当下科技主线绕不开的重要一环	5
2.3、胜率和赔率视角，看华为产业链	6
2.4、海外算力链与华为产业链的关系：共存、互补、轮动	7
3、华为产业链梳理	9
4、风险提示	12

图表目录

图 1：“双轮驱动”投资图谱	3
图 2：华为产业链包含六大核心业务	5
图 3：2020-2024 年，华为营业收入逐渐回暖，营收增速中枢上移	6
图 4：2020-2024 年，华为净利润呈震荡趋势	6
图 5：2022-2024 年，华为智能设备业务营收强势复苏，是集团第二大营收支柱（单位：百万元）	6
图 6：2022-2024 年，华为的智能汽车业务收入大幅增长，数字能源业务收入稳定增长（单位：百万元）	6
图 7：芯片业务包含以下上中下游环节	9
图 8：智能手机产业链包含以下上中下游环节	10
图 9：智能汽车产业链包含以下上中下游环节	11

1、我们持续强调对市场积极，双轮驱动，“科技为先”

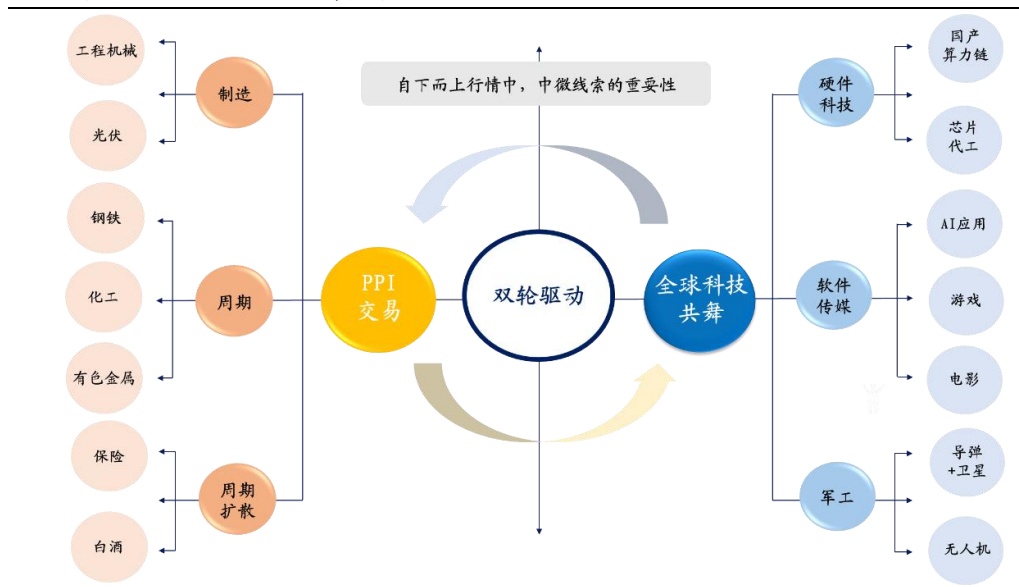
我们多篇报告一直明确：市场的结构是【双轮驱动】：其一为全球科技共舞下的成长品类提供强劲的弹性，其二为“反内卷”牵头下周期与顺周期交易 PPI 修复的扩散行情。

一方面，我们于7月12日发布的《剖析市场突破的核心动力》中提出，从交易行为、资金流向到制度支持，多重信号共同构筑了本轮市场上行的内在基础。且相较于中微观线索，宏观预期的影响正在边际减弱。此外，我们也多次强调，**当前市场具备“下有底、中枢上移”的特征**。

另一方面，在这一中枢抬升的“增量市”环境下，本轮行情呈现鲜明的**自下而上特征**，由具体产业催化事件驱动，并在中观行业线索与微观信号的推动下，逐步演绎“双轮驱动”——全球科技共舞和 PPI 交易。我们于7月29日发布了《市场的双轮驱动系列一——交易 PPI》，于8月8日发布了《市场的双轮驱动系列二——全球科技共舞》。近期市场反内卷行情和光模块、PCB 轮番演绎，进一步印证了 **PPI 修复与 TMT 成长两条主线的交织共振**，反映出产业逻辑主导下市场突破的深层动因。

在双轮驱动行情下，“坚守自我，科技为先”尤为重要。我们于8月3日发布的《坚守自我，科技为先》中提出：不应该在积极的市场中做“惊弓之鸟”，调整后的布局更为关键；TMT 板块凭借“粉丝效应”带动资金共识，在机构中长期配置中占据核心地位；当前半导体周期或进入上行阶段，具备从“预期修复”走向“景气验证”的条件。近期市场在科技行情带动下，上证突破 924 行情高点，市场风险偏好进一步提升，对科技板块形成持续的正反馈。

图1：“双轮驱动”投资图谱



资料来源：开源证券研究所

2、科技为先下，海外算力链和华为产业链是一枚硬币的两面

科技为先下，海外算力链和华为产业链是一枚硬币的两面。海外算力链与华为产业链看似对立，实则共同构成了全球算力生态的“一体两面”。

海外算力链我们一直持续推荐，海外算力链条景气度高、业绩确定性强，是当下市场科技主线的核心。光模块、PCB 和液冷是 AI 算力链的重要组成部分，三者深度绑定海内外 AI 算力基础设施的建设浪潮，并跟随 AI 服务器不断迭代，这也是光模块、PCB 和液冷之所以能够持续强势的原因。

华为产业链是科技自主的“排头兵”，是国产替代的先行者，是当下科技主线行情无法绕开的一环。华为产业链包括智能设备、智能汽车、芯片、云计算、基站设备、数字能源六大核心业务，涉及多个“卡脖子”环节及重要科技领域。

在光模块、PCB 和液冷已大幅上涨的背景下，站在当前的时间点，华为产业链具备较高的性价比。华为产业链，作为国产替代的“排头兵”，具备“重要程度高、国产替代空间大、政策显著支持、技术进展不断、赔率高”的特征。胜率视角，华为产业链是中美科技竞争绕不开的环节，国内高端科技领域的替代空间较大，华为产业链深度融入国家战略，获得多维政策支持，技术上华为进展不断。赔率视角，在市场高低切后华为产业链的赔率优势相对较大。

华为产业链是国产科技自主的“排头兵”，因此海外算力链和华为产业链是一枚硬币的两面。科技领域的竞争或将加速创新的步伐，促使华为产业链不断突破。策略视角，华为产业链与海外算力链的关系是共存、互补、轮动。

策略视角，考虑重要性、紧迫程度等因素，华为产业链里看好芯片和智能设备业务。芯片业务：战略定位高，通过架构创新、产业链协同及生态开放，打破技术垄断；看好 AI 昇腾芯片产业链，充分受益于国内 AI 算力基础设施的建设浪潮。智能设备：华为核心支柱业务之一，进口管制后强势复苏，业绩增速处于较高水平；智能手机产业链里，看好操作系统和芯片、存储上游环节。智能汽车：通过“技术赋能+生态协同”战略，聚焦智能驾驶；看好智能驾驶环节。云计算：深度融合 AI 等前沿技术，助力 AI 模型的发展。基站设备：通过技术创新，坚持全球化战略。数字能源：依托国家政策，做能源数字化转型的引领者。

2.1、海外算力链我们持续推荐：光模块、PCB、液冷

我们于 7 月 12 日发布的《剖析市场突破的核心动力》中提出，海外映射的提振——本轮 AI 算力行情，是由美股核心标的（如英伟达）持续创新高带动，推动 A 股相关产业链修复，尤其 AI 硬件（光模块、PCB）、游戏板块。

于 8 月 3 日发布的《坚守自我，科技为先》中提出，不应该在积极的市场中做“惊弓之鸟”，双轮驱动的主线则日渐清晰，为全球科技共舞下的成长品类提供强劲的弹性。

于 8 月 8 日发布的《市场的双轮驱动系列二——全球科技共舞》中提出，科技仍是核心主线，增量市环境下 TMT 内部的高低切并非必选项。

于 8 月 9 日发布的《市场的双轮驱动：科技 & PPI 交易》再次强调，全球科技共舞，TMT 板块凭借“粉丝效应”带动资金共识，在机构中长期配置中占据核心地

位，当前半导体周期或进入上行阶段，具备从“预期修复”走向“景气验证”的条件。

于8月14日发布的《液冷：下一个光模块&PCB》中提出，在光模块、PCB已大幅上涨的背景下，站在当前的时间点，液冷板块是战略性投资机会，具备“增长强劲、叙事完备、赔率占优”三大特征。

2.2、华为产业链，当下科技主线绕不开的重要一环

科技为先下，海外算力链和**华为产业链**是一枚硬币的两面。海外算力链与华为产业链看似对立，实则共同构成了全球算力生态的“一体两面”——前者代表以英伟达为核心的集中式技术垄断，后者则构建了自主可控的分布式创新网络。二者在技术路线、生态逻辑和战略目标上形成互补与博弈，共同驱动算力文明的演进。

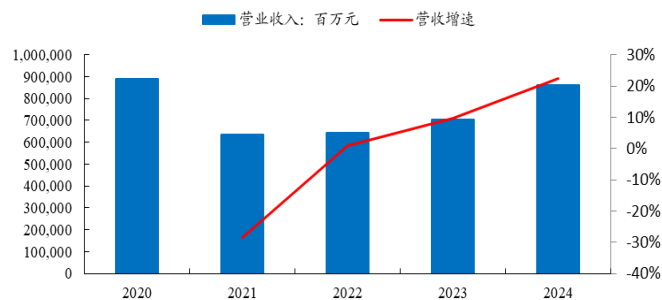
华为产业链是科技自主的“排头兵”，是国产替代的先行者，**是当下科技主线行情无法绕开的一环**。华为产业链包括智能设备、智能汽车、芯片、云计算、基站设备、数字能源六大核心业务，涉及多个“卡脖子”环节及重要科技领域。其中，芯片业务，战略定位高，通过架构创新、产业链协同及生态开放，打破科技进口管制；智能设备，华为核心支柱业务之一，进口管制后强势复苏，增速处于较高水平。

图2：华为产业链包含六大核心业务

六大核心业务	细分业务	具体业务
智能设备	手机平板	Mate/Pura系列手机、平板
	电脑	MateBook X系列笔记本
	穿戴设备	WATCH Ultimate系列、WATCH系列、手环系列
智能汽车	智能驾驶	乾崮智驾、激光视觉
	智能座舱	AITO零重力座椅、AR-HUD
	电动化	碳化硅电驱系统
芯片	昇腾	昇腾计算集群
	鲲鹏	数据中心服务器
	麒麟	手机芯片
云计算	基础设施服务	弹性云服务器、虚拟私有云
	平台服务	云数据库GaussDB、AI开发平台ModelArts
	智能应用	盘古大模型
基站设备	5G/5.5G基站设备	5G/5.5G基站设备
	光传输设备	华为OptiXtrans系列
	数据中心全栈集成	AirEngine Wi-Fi 6、IdealHub
数字能源	数据中心能源	iCooling温控系统、华为UPS
	智能光伏	光伏控制器、智能组串式构网型储能解决方案
	综合智慧能源	零碳园区方案
	智能电动	车载电源DriveONE、全液冷超充

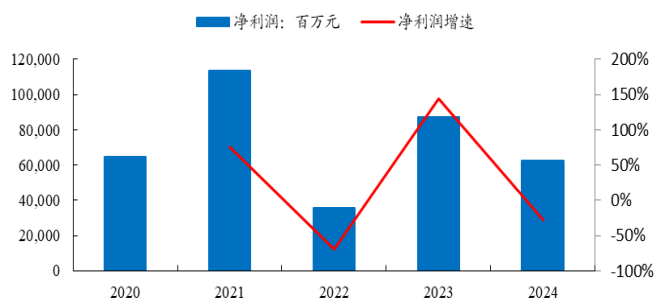
资料来源：华为官网、搜狐网、腾讯新闻、今日头条等、开源证券研究所

图3：2020-2024 年，华为营业收入逐渐回暖，营收增速中枢上移



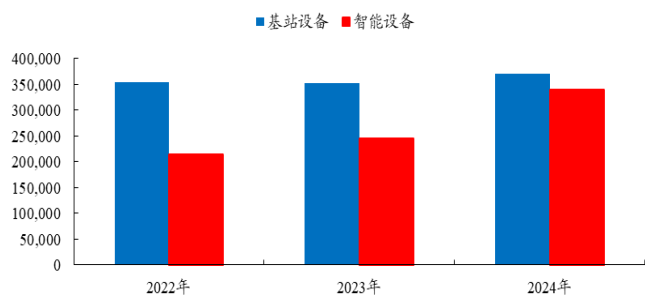
数据来源：华为官网、开源证券研究所

图4：2020-2024 年，华为净利润呈震荡趋势



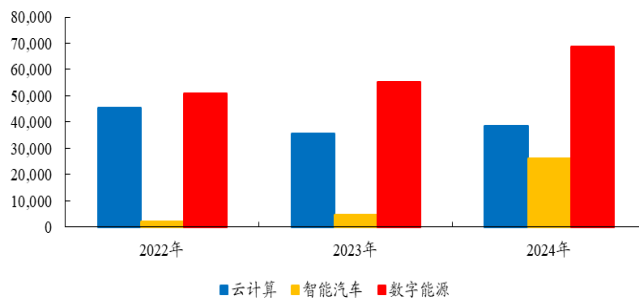
数据来源：华为官网、开源证券研究所

图5：2022-2024 年，华为智能设备业务营收强势复苏，是集团第二大营收支柱（单位：百万元）



数据来源：华为官网、开源证券研究所

图6：2022-2024 年，华为的智能汽车业务收入大幅增长，数字能源业务收入稳定增长（单位：百万元）



数据来源：华为官网、开源证券研究所

2.3、胜率和赔率视角，看华为产业链

从胜率和赔率视角分析，华为产业链具备相对较强的优势。胜率视角，华为产业链是中美科技竞争绕不开的环节，国内高端科技领域的替代空间较大，华为产业链深度融入国家战略，获得多维政策支持，技术上华为进展不断。赔率视角，在市场高低切后华为产业链的赔率优势相对较大。

（1）华为产业链，中美竞争绕不开的环节

华为产业链在中美科技竞争中已成为核心博弈场，其技术自主化、供应链重构及全球市场突围路径，不仅重塑了中国科技产业生态，更挑战了美国技术垄断。技术自主上，逐渐从“卡脖子”向全栈突破转变，通过堆叠技术与架构优化绕开制程限制。市场竞争上，通过新兴市场与转口突围，在贸易摩擦中保持韧性。在产业链协同上，华为与产业链上中下游玩家垂直整合，助力国产替代的“华为范式”。

（2）部分科技高端领域仍依赖海外，替代空间较大

在部分科技高端领域仍依赖海外技术的背景下，华为产业链通过技术自主化、生态重构和供应链协同，展现出较大的国产替代空间与增长潜力。核心技术突破，从“卡脖子”到自主可控，通过堆叠技术与架构优化绕开制程限制；产业链重构，国产替代矩阵成型，华为与芯片代工、半导体设备、半导体材料、存储等玩家齐心协力，实现高端领域的国产替代。华为产业链的国产替代已从“被动防御”转向“主动破局”。

（3）深度融入国家战略，获得多维政策支持

华为作为中国科技龙头企业，其发展深度融入国家战略，获得多维度的政策支持。华为产业链符合国家战略，具备政策导向与产业赋能，在国家战略支持的人工智能、数字化转型、半导体自主化上，华为产业链深度参与和支持。华为产业链的崛起是国家战略（如制造强国、科技自立等）与企业创新共振的结果。

（4）积极进展不断：鸿蒙系统完善、芯片堆叠技术绕开限制、汽车智能化、华为 AI 芯片性能不断提升

近年来，华为在鸿蒙系统、芯片技术、汽车智能化及 AI 芯片四大领域取得重要性进展。鸿蒙系统生态逐渐完善、体验不断革新，HarmonyOS6 技术升级，开发效率跃升，用户规模逐渐扩大。芯片堆叠技术，绕开进口管制的“中国方案”，通过先进的封装技术，绕开美国对华的半导体制程限制。汽车智能化，全栈技术赋能，华为通过智能驾驶、智能座舱、电动化等技术优势，开启汽车智能化竞争，推动智能汽车不断创新向前。AI 芯片方面，华为通过算力集群重构规则，利用超节点等创新技术不断提升芯片的能力及效率。

（5）在市场高低切后华为产业链的赔率优势相对较大

华为产业链仍处于快速发展期，在新兴领域的渗透率仍有较大提升空间，且供给端尚未出现无序扩张，赔率或优于其他高估值的科技板块。在 AI 芯片领域，华为的渗透率不高，未来成长空间较大。在国内国产替代的大趋势下，国家政策积极引导，未来几年华为产业链的渗透率或显著提升。

2.4、海外算力链与华为产业链的关系：共存、互补、轮动

海外算力链与华为产业链看似对立，实则共同构成了全球算力生态的“一体两面”——前者代表以英伟达为核心的集中式技术垄断，后者则构建了自主可控的分布式创新网络。二者在技术路线、生态逻辑和战略目标上形成互补与博弈，共同驱动算力文明的演进。

科技领域的竞争或将加速创新的步伐，促使华为产业链不断突破。华为产业链与海外算力链在多个维度构成竞争格局，华为产业链与海外算力链的竞争已从单一技术对标转向多维生态博弈，双方在技术路线、产业链结构和全球化策略上形成显著分野。多维竞争格局往往将加速创新的步伐，例如 Deepseek 大模型，在海外众多大模型里选择了一条与众不同的道路，并从激烈的竞争中杀出重围。

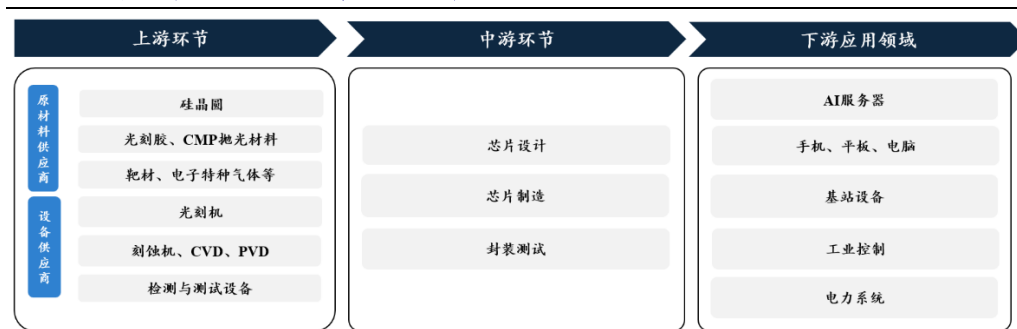
策略视角，华为产业链与海外算力链的关系是共存、互补、轮动。在全球科技共舞的大背景下，海外技术、国内技术共存、相互竞争，由于竞争格局为多维、差异化竞争，双方在各个领域展现出了不同的竞争优势，并努力发扬自身特色及优势。华为产业链与海外算力链将形成共存、互补、轮动的竞争格局。

3、华为产业链梳理

华为产业链包括智能设备、智能汽车、芯片、云计算、基站设备、数字能源六大核心业务，策略视角，考虑重要性、紧迫程度等因素，华为产业链看好芯片和智能设备业务。

芯片：战略定位高，通过架构创新、产业链协同及生态开放，打破科技进口管制。华为的芯片业务，是核心战略支撑板块，虽未独立披露营收，但作为技术底座贯穿所有业务线。芯片业务，由海思升级而来，正式成为华为集团一级部门，与 ICT 基础设施、终端等业务并列，战略定位高。按产品线划分，包括手机麒麟芯片、AI 昇腾芯片等。芯片与器件业务是华为技术自主的“心脏”，虽面临制程瓶颈，但通过架构创新、产业链协同及生态开放，持续为终端、汽车、云等业务提供底层支撑，是华为穿越周期的核心壁垒。芯片细分业务里，看好 AI 昇腾芯片产业链，充分受益于国内 AI 算力基础设施的建设浪潮。

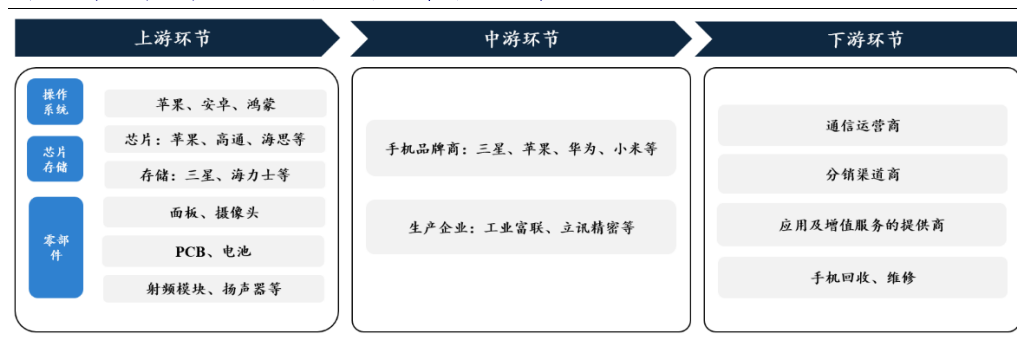
图7：芯片业务包含以下上中下游环节



资料来源：澎湃新闻、开源证券研究所

智能设备：华为核心支柱业务之一，进口管制后强势复苏，业绩增速维持较高水平。华为智能设备业务(终端业务)作为集团第二大营收支柱,2024年占比39.32%，在进口管制后强势复苏，目前进入发展的关键期，面临结构性挑战。华为智能设备业务的优势在于技术自主化和场景融合能力，通过先进的封装技术绕开卡脖子环节，逐步提高国产化率，确保技术自主可控。未来华为智能设备的胜负手在于 AI 场景的融合、生态的攻坚、全球化的迂回。智能手机产业链里，看好操作系统和芯片、存储上游环节，充分受益于国产替代的浪潮。

图8：智能手机产业链包含以下上中下游环节



资料来源：智研瞻产业研究院、开源证券研究所

云计算：深度融合 AI、大数据、物联网等前沿技术，构建了从基础设施到行业解决方案的完整生态体系。华为云计算业务，是面向政企及个人用户提供的全栈云服务平台，具体业务包括基础云服务、智能解决方案、混合云和边缘计算等。华为云计算业务深度融合 AI 浪潮，以 AI 为核心增长引擎，不断提升昇腾 AI 云服务的市场占有率。云计算业务里，看好与 AI 相关的环节，受益于国内 AI 基础建设的浪潮及未来 AI 应用的广阔空间。

基站设备：在全球通信设备市场持续领跑，其核心竞争力源于技术创新、全场景解决方案及全球化战略布局。基站设备是华为的“压舱石”业务，收入占比最大。华为基站业务以“性能优越+绿色节能+投资回报率提升”构建护城河，在进口管制下仍展现出较强韧性。短期看，供应链国产化与新兴市场渗透是生存基石；长期看，6G 标准主导权与生态整合将决定其能否从“设备供应商”跃升为“下一代通信规则制定者”。

数字能源：依托国家政策，做能源数字化转型的引领者。华为数字能源业务是华为公司面向全球能源转型的核心战略板块，通过融合数字技术与电力电子技术，构建覆盖清洁发电、绿色 ICT 基础设施、交通电动化等全场景的低碳解决方案。华为数字能源以“硬科技+软生态”双轮驱动，短期依托政策红利与新兴市场渗透巩固基本盘，长期通过技术优势和生态优势，扛起能源数字化转型的大旗。

智能汽车：通过“技术赋能+生态协同”战略，聚焦 ICT 能力延伸，构建了从核心部件到整车解决方案的全栈竞争力。华为智能汽车业务的战略定位，不造车，做智能汽车的“增量部件供应商”，提供智能驾驶、智能座舱、智能电动等增量部件，帮助车企“造好车”。技术体系，全栈自研，定义智能汽车的标杆，在高端汽车领域，实施国产替代战略，加速高端品牌的突围。智能汽车产业链里，看好智能驾驶环节，充分受益于智能驾驶的大趋势。

图9：智能汽车产业链包含以下上中下游环节



资料来源：前瞻产业研究院、搜狐汽车、懂车帝、开源证券研究所

4、风险提示

国产替代政策不及预期

市场波动风险

行业技术变化风险

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn