



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

国内外 AI 算力需求大幅增长，光通信板块持续景气

通信周观点：

1) 全球 Token 用量持续高增，利好服务器和 IDC 板块。Anthropic 宣布 Claude Sonnet 4 模型在 Anthropic API 中支持的上下文 Token 数量已提升至 100 万，相较之前上限提升四倍。OpenAI CEO Sam Altman 称因 GPT-5 需求激增，计划在未来 5 个月内将算力集群扩容一倍。此外国家数据局数据显示，截至 2025 年 6 月底我国日均 Token 消耗量已突破 30 万亿，较 2024 年初的 1 千亿增长 300 多倍。AI 算力国内外需求共振，我们看好服务器、IDC 等厂商直接收益。2) 中国联通、中国电信等运营商发布 2025 年半年报，持续加大 AI 相关业务布局。中国联通 1H25 算网数智业务收入 454 亿元，占比提升至 26%；联通云收入 376 亿元，同比+18.6%；智算总规模达 30EFLOPS。中国电信 1H25 产业数字化收入 749 亿元人民币，其中 AIDC 收入同比+7.4%。中国电信自有智能算力达到 43EFLOPS，数据中心机架超过 58 万架，八大枢纽节点占比达 85%。我们看好 AI 业务给运营商带来新成长动能。

细分赛道：

服务器：本周服务器指数+10.86%，本月以来，服务器指数+8.98%。工业富联发布 2025 年半年度报告，GB200 出货量与良率双提升。2025 公司整体服务器营收同比增长 50%+，其中 AI 服务器营收同比增长超 60%。2025 云服务商服务器营收实现超 150%的同比增长。全球 AI 算力建设持续景气，公司作为英伟达 AI 服务器的重要代工厂有望充分受益。

光模块：本周光模块指数+10.04%，本月以来，光模块指数+8.54%。Lumentum FY25Q4 收入 4.81 亿美元，环比+13.1%，同比+55.9%，从上游验证光模块产业链高景气。Coherent 预计下一季度营收在 14.6-16 亿美元之间，未达市场预期，我们认为主要源自光模块竞争格局的变动，以中际旭创、新易盛为代表的公司正在加速扩大自身市场份额，Coherent 市占率收缩。此外，光库科技推进中际旭创 FAU 供应商安捷迅的收购进程，进一步推高板块情绪。建议持续关注中际旭创、新易盛、太辰光等。

IDC：本周 IDC 指数+8.06%，本月以来，IDC 指数+8.89%。AI 驱动腾讯 2025 业绩增长，Capex 短期受制于 H20 缺卡，下半年有望回升。在北美 AI 芯片供应受限背景下，若后续政策指导政企采购国产推理芯片，国产替代进程将进一步加速。长期来看，我们认为芯片国产替代进程不可逆，伴随国产大模型能力迭代升级、国产芯片量产爬升弥补供给，国产算力供应链厂商将持续受益。

核心数据更新：

电信业务量收增速逐步提升。前 6 个月，电信业务收入累计完成 9055 亿元，同比增长 1%。按照上年不变价计算的电信业务总量同比增长 9.3%。6 月我国光模块出口数据有所减少，6 月当月同比降低 29.45%；1-6 月累计同比降低 11.21%。

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

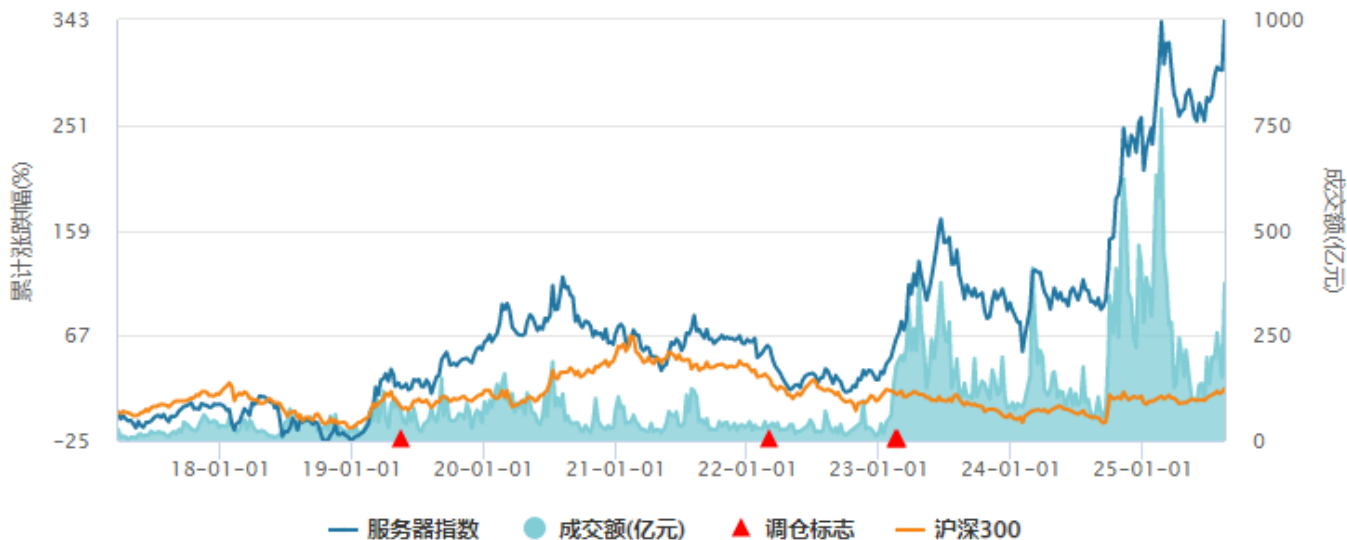
AI 商业价值不及预期、技术发展速度不及预期、供应链集中度过高、行业监管加剧、市场竞争加剧的风险。



一、细分行业观点

服务器：本周服务器指数+10.86%，本月以来，服务器指数+8.98%。工业富联发布 2025 年半年度报告，GB200 出货量与良率双提升。2025 公司整体服务器营收同比增长 50%+，其中 AI 服务器营收同比增长超 60%。分客户看，公司在主要大客户的市场份额也不断提升，2025 云服务商服务器营收实现超 150%的同比增长。根据公司公告，GB200 系列产品的生产良率持续改善、且出货量逐季攀升，公司作为英伟达 AI 服务器的重要代工厂有望充分受益。

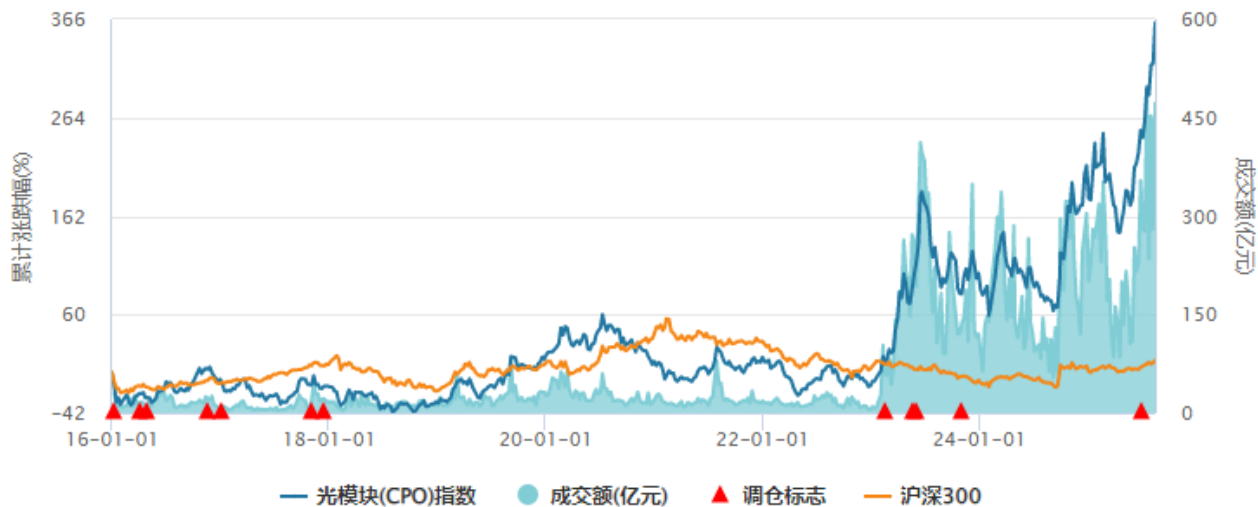
图表1：服务器指数 (8841058.WI) 走势



来源：wind，国金证券研究所

光模块：本周光模块指数+10.04%，本月以来，光模块指数+8.54%。Lumentum FY25Q4 收入 4.81 亿美元，环比+13.1%，同比+55.9%，从上游验证产业链高景气。Coherent 预计下一季度营收在 14.6-16 亿美元之间，未达分析师预期，我们认为主要源自光模块竞争格局的变动，以中际旭创、新易盛为代表的公司正在加速扩大自身市场份额，Coherent 市占率收缩。此外，光库科技推进中际旭创 FAU 供应商安捷迅的收购进程，进一步推高板块情绪。建议关注中际旭创、新易盛、天孚通信、太辰光、长芯博创、德科立、剑桥科技、光库科技、联特科技、源杰科技等。

图表2：光模块 (CPO) 指数 (8841258.WI) 走势



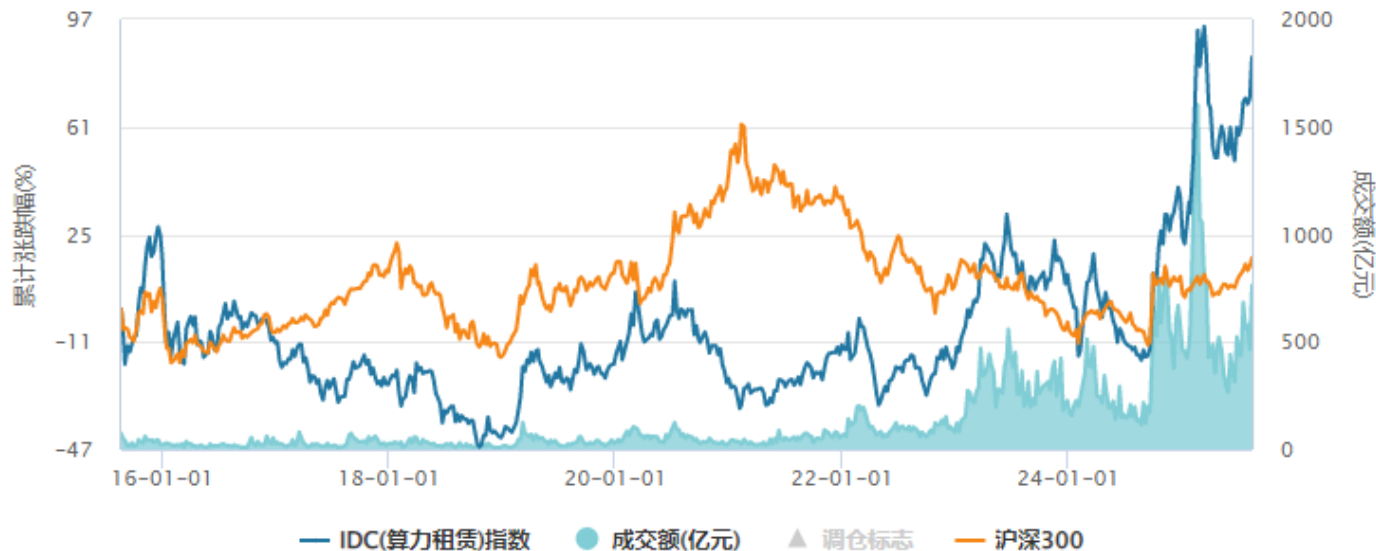
来源：wind，国金证券研究所

IDC：本周 IDC 指数+8.06%，本月以来，IDC 指数+8.89%。AI 驱动腾讯 2025 业绩增长，Capex 短期受制缺卡下半年有望回升。公司 2025 营收 1845.04 亿元，同比+15%。三大核心业务毛利均实现 20%以上同比增长，其中 2025 营销服务营收 357.62 亿元，同比+20%，主要受益于 AI 驱动的广告平台改进及微信交易生态升级。金融科技及企业服务营收



555.36 亿元，同比+10%，主要由于 AI 需求增加提升了 GPU 租赁和 API token 使用。2Q25 Capex 191.07 亿元，同比+119%，环比-44%。若公司继续维持年初 capex 指引（占收入 10%以上），后续随 H20 解禁及芯片国产替代加速，capex 将实现大幅提升。寒武纪 8 月 12 日股价涨停，市值突破 3500 亿元板块，印证 IDC 板块情绪上扬。在北美 AI 芯片供应受限背景下，若后续政策指导政企采购国产推理芯片，国产替代进程将进一步加速。摩尔线程、沐曦等公司 IPO 表明行业融资环境持续改善，且寒武纪在政务云、金融 AI 等领域具备先发优势。长期来看，我们认为芯片国产替代进程不可逆，伴随国产大模型能力迭代升级、国产芯片量产爬升弥补供给，国产算力供应链厂商持续受益。建议关注国产算力链厂商。

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	上游 Lumentum 业绩超预期，光芯片 EML 收入同比翻倍；传统光模块龙头 Coherent 业绩不及预期，我们认为主要系国产光模块厂商份额增加所致，看好头部光模块厂商业绩持续兑现。
服务器	稳健向上	OpenAI 宣布算力集群扩容一倍，算力需求旺盛，看好工业富联等服务器厂商受益。
交换机	稳健向上	数通交换机量价齐升，园区交换机持续承压，板块整体稳健向上。
连接器	稳健向上	太辰光发布 1H25 业绩，光器件产品收入 8.12 亿元，同比增长 64%，再次彰显 MPO 行业景气。
IDC	加速向上	长期坚定看好芯片的国产替代，以及伴随国产大模型能力迭代升级、国产芯片量产爬升弥补供给，IDC 板块加速向上。
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	高功耗数据中心带来散热需求的增长，液冷成为刚需，业绩持续兑现。

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, 国金证券研究所

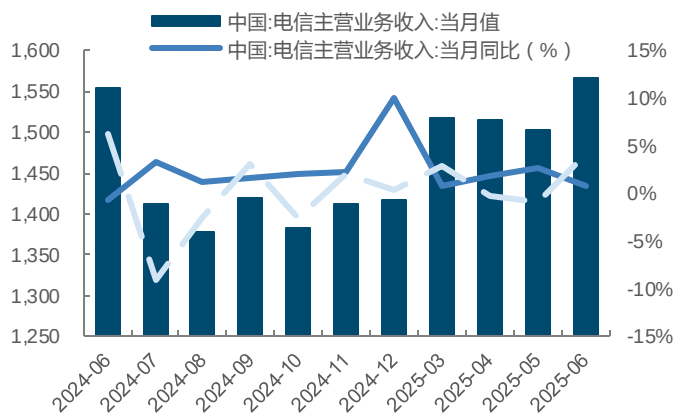
二、核心数据更新

运营商: 运营商数据维持稳健增长

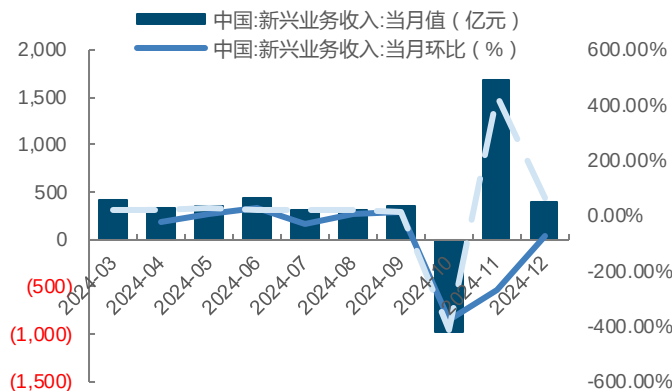
2025 年前 6 个月，电信业务收入累计完成 9055 亿元，同比增长 1%。三家基础电信企业积极发展 IPTV、互联网数据中心、大数据、云计算、物联网等新兴业务，2024 年 12 月共完成业务收入 396 亿元，同比增长 66.39%，占环比增长 7.32%。



图表5：2025年6月电信主营业务收入同比增长4.26%



图表6：2024年12月新兴业务收入同比增长66.39%

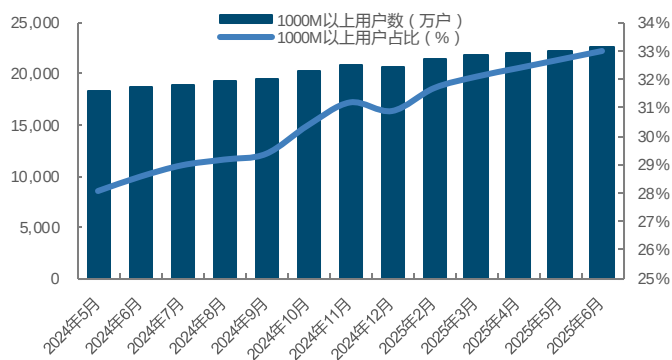


来源：wind，国金证券研究所

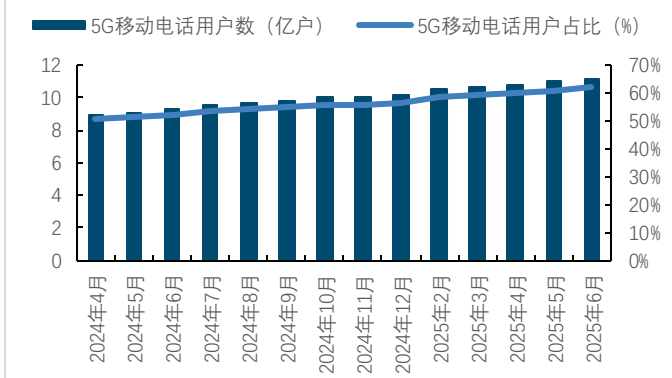
来源：wind，国金证券研究所

截至2025年6月，固定宽带接入用户规模达到6.84亿户，其中千兆用户达2.26亿户，在固定宽带接入用户中占比达到33%，较上年末提高2.1个百分点。截至6月末，我国移动电话用户规模达18.1亿户。其中，5G移动电话用户数达11.18亿户，在移动电话用户中占比61.8%。

图表7：千兆用户占比超三成



图表8：截至6月末5G用户占比超六成

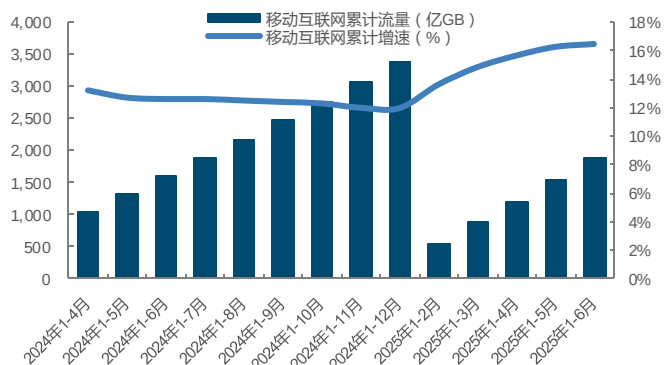


来源：工信部，国金证券研究所

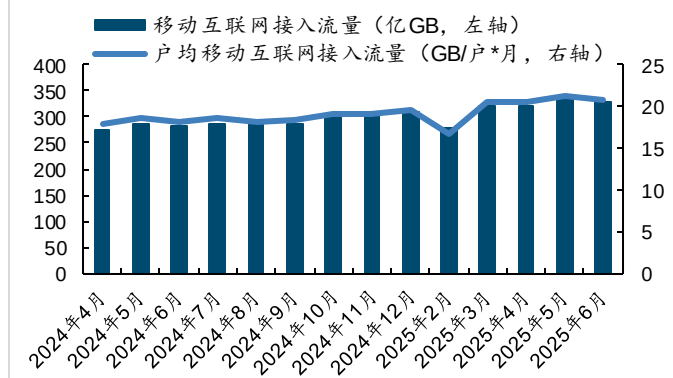
来源：工信部，国金证券研究所

2025年前6个月，移动互联网累计流量达1867亿GB，同比增长16.4%。截至6月末，移动互联网用户数达15.92亿户，比上年末净增2141万户。6月当月户均移动互联网接入流量(DOU)达到20.75GB/户·月。

图表9：1-6月移动互联网累计流量同比增长16.4%



图表10：6月当月DOU达20.75GB/户·月



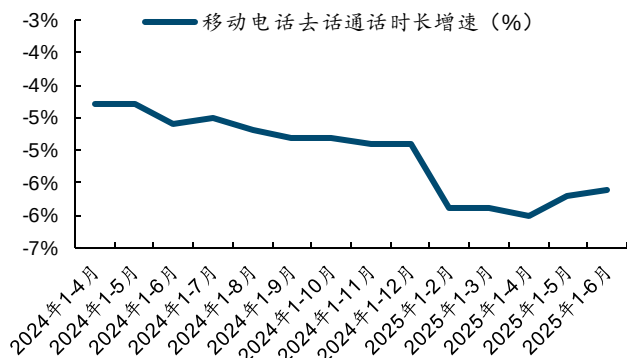
来源：工信部，国金证券研究所

来源：工信部，国金证券研究所

2025年前6个月，移动电话去话通话时长完成1万亿分钟，同比下降5.6%；前6个月，全国移动短信业务量同比增长22.3%；移动短信业务收入同比增长2.3%。

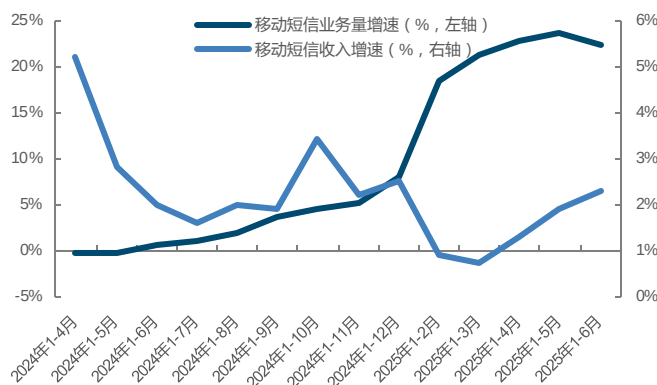


图表11: 电话通话量持续下滑



来源: 工信部, 国金证券研究所

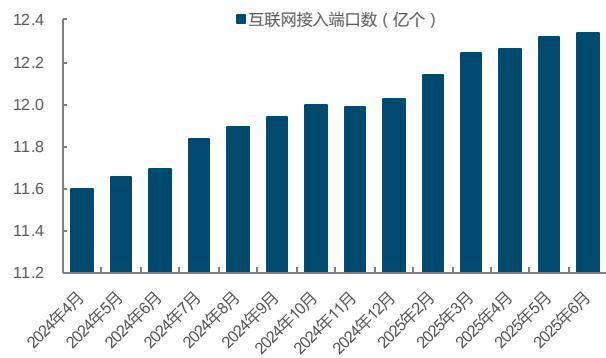
图表12: 移动短信业务量快速增长



来源: 工信部, 国金证券研究所

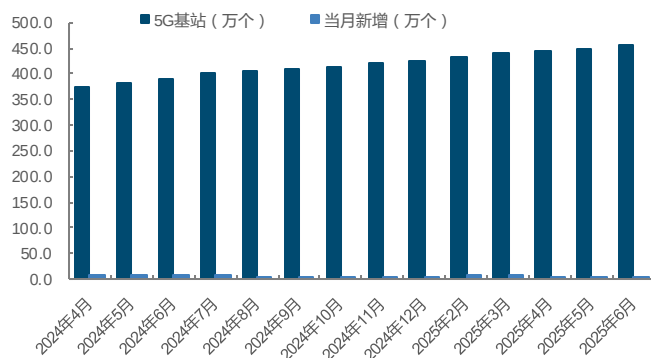
截至 2025 年截至 6 月末, 全国互联网宽带接入端口数量达 12.34 亿个, 比上年末净增 3244 万个。截至 6 月末, 具备千兆网络服务能力的 10G PON 端口数达 3022 万个, 比上年末净增 201.9 万个。截至 6 月末, 5G 基站总数达 454.9 万个, 当月新增 6.3 万个。

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

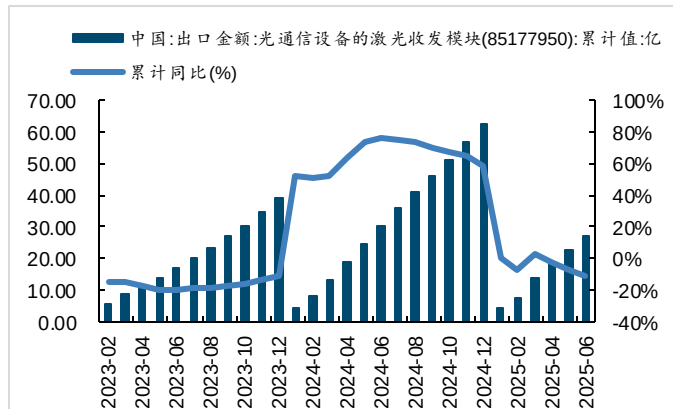
图表14: 5G 网络建设持续深化



来源: 工信部, 国金证券研究所

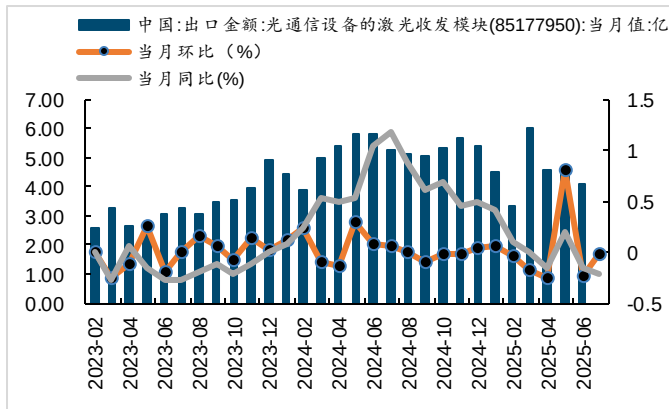
光模块数据: 2025 年 1-6 月我国光模块出口数据有所增长, 6 月当月同比下降 29.45%; 1-6 月累计同比下降 11%。2025 年海外云厂商需求预计将持续旺盛, 国产厂商有望拿到更多份额。

图表15: 1-6 月光模块出口金额同比下降 7%



来源: wind, 国金证券研究所

图表16: 6 月光模块出口金额同比下降 29.45%

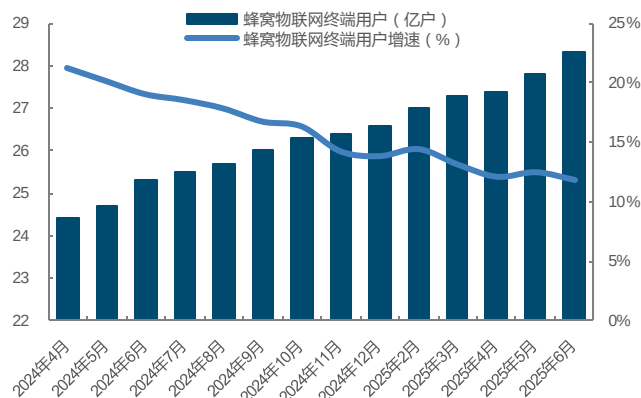


来源: wind, 国金证券研究所

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%。

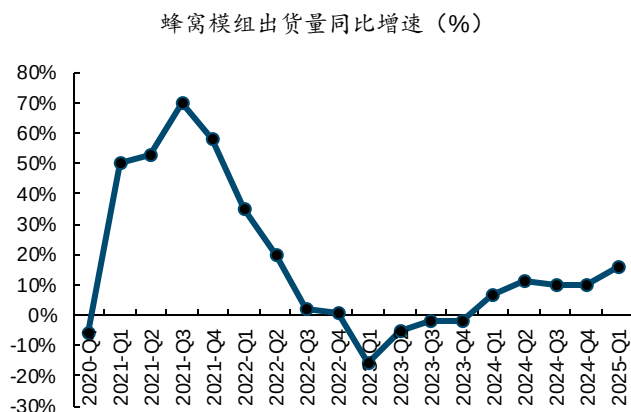


图表17: 截至6月末蜂窝物联网终端用户数同比增长11.9%



来源: 工信部, 国金证券研究所

图表18: 2025年Q1物联网模组出货量同比增长16%

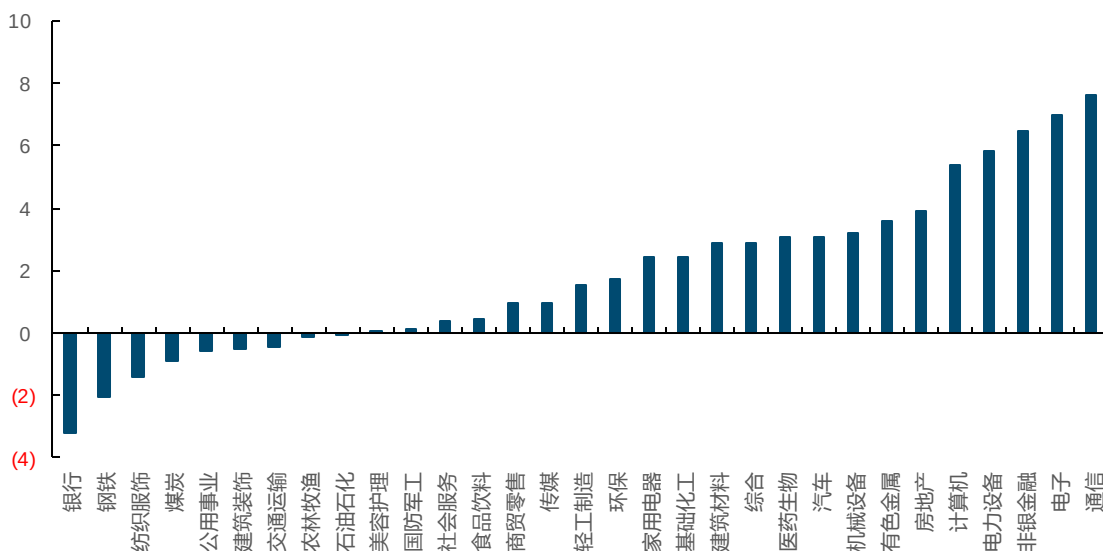


来源: 国金证券数字未来实验室, Counterpoint Research, 国金证券研究所

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7.66%, 排名全行业第1。

图表19: 板块周涨跌幅排序 (%)

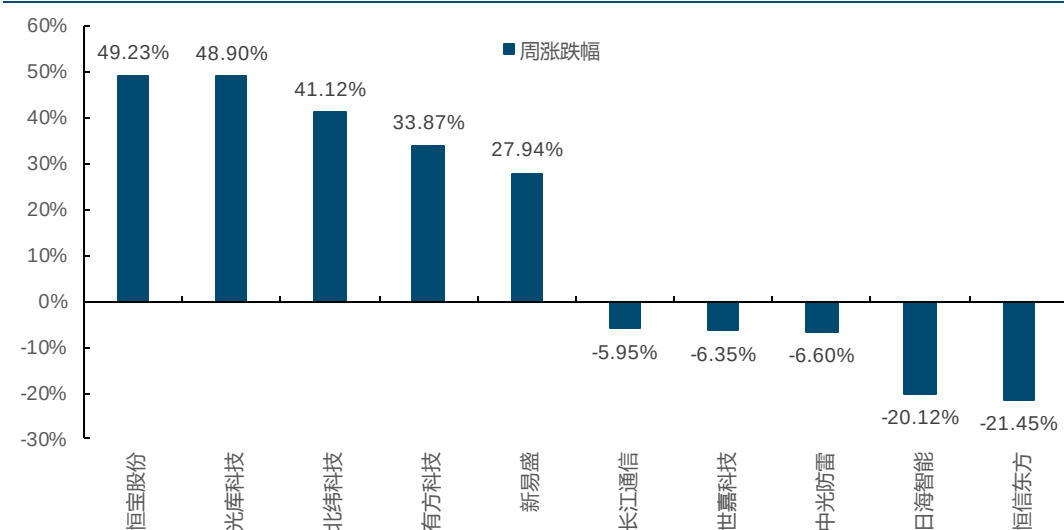


来源: wind, 国金证券研究所

从个股情况来看, 本周恒宝股份、光库科技、北纬科技、有方科技、新易盛为通信(申万)涨幅前五大公司, 涨跌幅分别为49.23%、48.90%、41.12%、33.87%、27.94%。通信(申万)跌幅前五为长江通信、世嘉科技、中光防雷、日海智能、恒信东方, 涨跌幅分别为-5.95%、-6.35%、-6.60%、-20.12%、-21.45%。



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

中国电信 8 月 4 日公布中期业绩。上半年，中国电信经营收入为 2715 亿元，同比增长 1.3%，其中服务收入为 2491 亿元，同比增长 1.2%；EBITDA 为 806 亿元，同比增长 4.9%；净利润为 230 亿元，同比增长 5.5%。中国电信 2025 年上半年移动通信服务收入达到 1066 亿元，同比增长 1.3%；固网及智慧家庭服务收入达到 641 亿元，同比增长 0.2%；产业数字化收入达 749 亿元，AIDC 收入同比增长 7.4%。中国电信董事会决定 2025 年继续派发中期股息，以现金方式分配的利润为上半年中国电信股东应占利润的 72%，即每股 0.1812 元（含税），同比增长 8.4%。

中国联通 8 月 12 日披露 2025 年半年度报告显示，公司报告期内实现营业收入 2002.02 亿元，同比增长 1.5%；归母净利润 63.49 亿元，同比增长 5.1%。同日，公司还披露了 2025 年中期利润分配方案，拟每 10 股派发现金股利 1.112 元（含税），共计派发约 34.77 亿元（含税）的股利。今年上半年，中国联通业务结构持续优化。其中，联网通信收入 1319 亿元；算网数智收入 454 亿元，占比提升到 26%；国际业务收入为 68 亿元，同比增长 11%；战略性新兴产业收入占比提升到 86%，成为公司高质量发展的新动能。今年上半年，中国联通的联通云业务实现收入 376 亿元。同期，公司数据中心适智化改造成效明显，更多互联网平台企业和银行等金融机构入驻公司数据中心，业务收入为 144 亿元、同比增长 9.4%，AIDC 签约金额同比增长 60%，市场地位稳步提升。公司数据中心能力储备达到 2650MW，智算总规模达到 30EFLOPS。

4.2 公司新闻

光库科技：

光库科技 8 月 12 日公告显示，拟向张关明、苏州讯诺投资合伙企业（有限合伙）、刘晓明、杜文刚等 6 名交易对方购买其合计所持有的安捷讯光电 100% 股权，并拟向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金。本次交易预计构成重大资产重组，不会导致公司实际控制人变更，公司股票于 2025 年 8 月 12 日开市起复牌。光库科技表示，鉴于本次交易相关的审计、评估工作尚未完成，本次交易的具体交易价格尚未确定，具体发行股份、可转换公司债券与支付现金比例及收购比例尚未确定。

工业富联：

工业富联 8 月 10 日发布 2025 年半年度报告。上半年工业富联实现营收 3607.6 亿元，同比增长 35.58%，归属于母公司所有者的净利润 121.13 亿元，同比增长 38.61%，营收与净利润均创同期历史新高。工业富联第二季度整体服务器营收同比增长超 50%，云服务商服务器营收同比增长超 150%，AI 服务器营收同比增长超 60%。工业富联表示，GB200 系列产品已实现量产爬坡，良率持续改善，出货量逐季攀升。目前，公司正协同客户推进下一代产品的设计研发，在产业链覆盖广度与交付能力方面继续保持行业领先地位。通信及移动网络设备方面，公司高速交换机已成为市场增长亮眼的细分领域，其 800G 高速交换机营收较 2024 全年增长近三倍。AI 手机带动高端换机潮，精密机构件出货量同比增长 17%。

华工科技：

华工科技 8 月 14 日发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年实现营收 76.29 亿元，同比+44.66%；实现归母净利润



9.11 亿元，同比+44.87%。Q2 单季度实现营收 42.74 亿元，同比+39.19%；实现归母净利润 5.01 亿元，同比+48.30%。1H25 光电器件营收 37.44 亿元，同比+124%，主要受益于国内 400G 光模块放量。截止 2Q25，公司光电器件收入占比达 49%，已超越传统敏感元器件、传感器业务营收，成为公司第一大业务。公司传统主业智能制造业务营收 17 亿元，同比微降。从盈利结构看，2Q25 毛利率 10.67%，同比+0.97pct，环比+1.70pct；1H25 光电器件产品毛利率 10.87%，同比+3.06pct，环比+2.06pct，盈利能力提升。

太辰光：

太辰光 8 月 15 日发布 2025 年半年报。上半年，公司实现营业收入 8.28 亿元，同比增长 62.49%；实现归母净利润 1.73 亿元，同比增长 118.02%。整体来看，2025 年上半年，太辰光营收与盈利能力双提升，现金流表现亮眼。报告期内，市场对公司产品的需求增长显著，特别是高密度连接产品的应用推动了订单的稳步增长。公司积极开展市场拓展，重点推动光柔性板等产品在数据中心及超算中心的规模化应用。在产品研发方面，公司自研的 MPO 连接器、MT 短跳线等产品实现了规模化生产，支持了数据中心和高速光模块的需求。同时，公司通过越南生产基地投产与国内产能扩容双线发力，以保证交付能力。

4.3 海内外大厂重点跟踪

英特尔：

据美国彭博社 8 月 14 日报道，多名知情人士透露，美国政府正在与芯片制造商英特尔公司谈判，讨论让美国政府入股该公司，以帮助其扩大在美国国内的制造业务。如果达成交易，将有助于支持英特尔在美国俄亥俄州规划的芯片制造中心。目前的设想是由美国政府支付股份，细节仍在整理中，潜在持股规模尚不清楚，谈判仍有可能无果而终。英特尔正计划在俄亥俄州建设芯片制造中心，前任 CEO 帕特·格尔辛格将其视为重振英特尔的重要一步。但英特尔的财务困境危及了该项目，工厂建设已经被推迟到 2030 年以后。自 3 月成为新任 CEO 以来，陈立武更专注于整顿英特尔的财务状况。

AMD：

据媒体最新报道，AMD 和英伟达已同意向美国政府上缴其中国芯片销售收入的 15%，作为特朗普政府批准半导体出口许可证的条件。知情人士透露，两家芯片制造商上周获得了向中国市场出口的许可证，但必须满足这一财务条件。美国政府官员表示，英伟达需分享 H20 芯片在华销售收入的 15%，AMD 则需上缴 MI308 芯片同等比例的收入。根据 Bernstein 分析师估算，基于英伟达此前的业绩指引，该公司 2025 年预计向中国销售约 150 万片 H20 芯片，产生约 230 亿美元收入。这意味着英伟达可能需向美国政府支付超过 30 亿美元。AMD 未回应置评请求。英伟达未否认达成该安排，表示“我们遵循美国政府为我们参与全球市场制定的规则”。

OpenAI：

OpenAI CEO Sam Altman 在社交平台表示，现在可以为 GPT-5 选择 Auto、Fast 或 Thinking。大多数用户会选择 Auto 模型。GPT-5 Thinking 每周额度为 3,000 条，之后可使用 Thinking mini 的额外容量。GPT-5 Thinking 的上下文限制为 196,000 个 token。我们可能需要根据使用情况随时间更新速率限制。4o 现已默认重新添加至所有付费用户的模型选择中。若未来我们计划停用该模型，将提前充分通知用户。付费用户现在还可在网页设置中找到“显示更多模型”开关，启用后可添加如 o3、4.1 及 GPT-5 Thinking mini 等模型。4.5 仅向 Pro 用户开放，该模型需要大量 GPU 资源。

Anthropic：

Anthropic 于 8 月 13 日宣布其 Claude Sonnet 4 模型在 Anthropic API 中支持的上下文 token 数量已提升至 100 万，这一数字是之前上限的五倍。此次升级后的“长上下文”功能，使得开发者能够将更大规模的数据集一次性输入到 Claude 中。Anthropic 表示，100 万 token 的窗口能够处理包含超过 7.5 万行代码的完整代码库，或者同时处理数十篇长篇研究论文。该功能的应用场景包括：对大规模代码库进行分析，涵盖每个文件、测试和文档；整合海量文档集合，如合同或技术规格；以及构建能够在数百次工具调用和多步骤工作流保持连贯性的上下文感知 AI 智能体。

腾讯：

腾讯控股 8 月 13 日发布财报，公布了 2025 年第二季度和上半年业绩。公告显示，上半年公司实现营收 3645.26 亿元，同比增长 14%。尤其是今年二季度，腾讯在资本开支同比增速达 119% 的高投入背景下，仍实现毛利同比增长 22%、经营利润（Non-IFRS）同比增长 18%。具体来看，二季度增值服务业务收入同比增长 16% 至 913.7 亿元，其中游戏业务在“长青战略”深化实践及 AI 能力驱动下，收入同比增长 22%，连续三个季度保持 20% 以上增速。营销服务业务二季度收入达 357.6 亿元，同比增速达 20%，超出行业平均水平，并连续十一个季度同比增速超 10%。财报表示，该增长主要受益于 AI 驱动的广告平台改进及微信交易生态的提升，推动了广告主对视频号、小程序及微信搜一搜的强劲需求。财报显示，腾讯还在加大 AI 战略投入。二季度，公司研发投入同比增长 17% 至 202.5 亿元，资本开支同比增长 119% 至 191.1 亿元。

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。

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