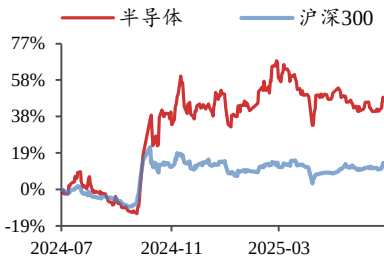


半导体

2025 年 06 月 29 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《半导体材料跟踪点评：盛合晶微进入辅导验收阶段，关注先进封装材料投资机会—行业点评报告》-2025.6.23
- 《半导体行业月度点评：下游回暖，景气度改善可期—行业点评报告》-2025.4.27
- 《关税反制政策落地，模拟芯片国产化进程有望加速—行业点评报告》-2025.4.7

存储价格回暖+AIDC 周期启动，模组厂商乘风起

——行业深度报告

陈蓉芳（分析师）

chenrongfang@kysec.cn

证书编号：S0790524120002

陈瑜熙（分析师）

chenyuxi@kysec.cn

证书编号：S0790525020003

● 价格周期：海外巨头减产，价格企稳回升

美光作为存储行业龙头厂商，其发展与存储行业周期息息相关，我们结合美光股价走势，对过去四轮存储周期进行了复盘。

（1）供给侧：巨头减产，产能收紧；

（2）需求侧：终端库存去化接近尾声，AI 需求拉动价格回暖。

我们发现当下存储价格周期已逐步回暖：

（1）NAND 方面：NAND Flash 原厂自 2024 年第四季陆续减产效应已逐步显现，消费性电子产品商顺应国际形势变化而提前生产，带动需求，预计 2025 年第二季 NAND Flash 价格将止跌回稳；

（2）DRAM 方面：随着国内外释放出 DDR4 减产或者停产的预期，在贸易端 DDR4 开启了涨价潮。美光（Micron）6 月 DDR4 报价大幅跳涨 50%，不管 8Gb 或 16Gb 现货价格表现都相当强劲。

● AI 时代：AIDC 大周期启动，国产存储模组厂商迎来黄金发展期

（1）国内外云服务厂商展开 AI 军备竞赛，纷纷加大资本支出

海外：北美四大云服务提供商（CSP）——亚马逊、谷歌、微软和 Meta 在 2025 年的资本支出计划全面超出市场预期，合计规模突破 3150 亿美元，同比增长超 30%；

国内：云厂商和运营商尽管总资本开支有所收缩，但算力投资占比显著提升。阿里巴巴未来三年计划投入 3800 亿元用于云计算和 AI 基础设施；字节跳动 2025 年资本开支 1600 亿元，其中 900 亿元用于 AI 算力采购，700 亿元投向 IDC 基建。

（2）存储模组作为数据中心最重要的硬件之一，有望需求高增。

随着数据量的大规模增长，存储设备在数据中心采购的 BOM 中占比持续提升，存储芯片在数据中心采购中比例约为 40%，未来预计将提升至 50%。同时 AI 时代下算力增长也对存力提出了高速、高容量、高集成度三大要求。

（3）政策加码，大陆模组厂商乘国产化之东风

据 TrendForce 集邦咨询数据，2023 年全球 DRAM 内存模组和 SSD 模组市场份额主要被海外龙头模组厂所占据。我国作为全球最大的存储芯片消费市场之一，本土供给能力仍显薄弱，核心领域自主可控需求迫切。近年来，为加快推进我国集成电路产业发展，国家出台了一系列政策大力支持半导体产业的发展。

受益标的：江波龙、德明利、佰维存储、香农芯创、朗科科技等。

● 风险提示：AI 行业发展不及预期；云厂商资本支出不及预期；存储价格变动风险；国际形势变化的风险。

目 录

1、 周期律：海外巨头减产，价格企稳回升	3
1.1、 从巨头视角看存储周期	3
1.2、 海外大厂减产下的价格周期	3
1.3、 存储价格企稳回升，相关厂商有望从中受益	4
2、 AIDC 大周期启动，国产化存储需求上升	5
2.1、 国内外云厂资产支出持续超预期，AIDC 大周期开启	5
2.2、 作为数据中心重要的硬件之一，存储模组需求高增	6
2.2.1、 存储模组主要分为固态硬盘（SSD）、内存模组等	6
2.2.2、 存储模组在 AI 基建中扮演关键角色	8
2.3、 乘国产化之风，大陆存储模组厂商迎来黄金增长期	9
3、 投资建议与受益标的	11
4、 风险提示	11

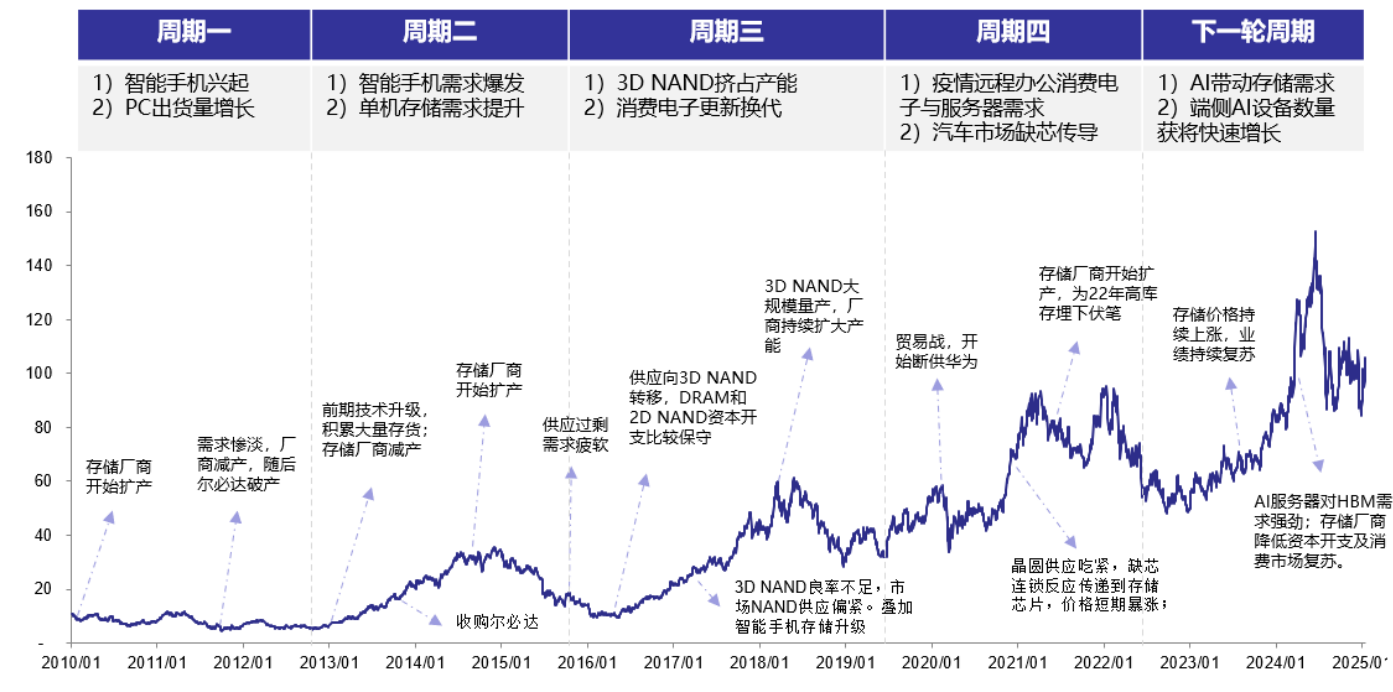
图表目录

图 1： 从美光发展历史看存储周期	3
图 2： 2025Q2-Q3 NAND FLASH 价格预测企稳回升	4
图 3： DDR4 16GB 3200 价格持续走高	5
图 4： DDR4 SODIMM 16GB 3200 价格持续走高	5
图 5： 2025Q2-Q3 PC 与 server DDR4 模组价格回升	5
图 6： 德明利存储模组全产品线布局图	6
图 7： 2020-2024 年各存储原厂产品加速迭代驱动行业快速发展	7
图 8： 澜起科技 DDR5 内存接口芯片及内存模组配套芯片示意图	7
图 9： AI 时代下，应用数据增长拉动存储器需求	8
图 10： 存储是 IT 基础设施的底座	8
图 11： 存储模组是服务器中的重要组成部分	9
图 12： 2023 年全球 CR5 DRAM 模组厂市场份额占比较高	9
图 13： 2023 年全球 CR5 SSD 模组厂市场份额占比较高	10
表 1： 支持集成电路产业发展相关政策	10
表 2： 受益标的估值表	11

1、周期律：海外巨头减产，价格企稳回升

1.1、从巨头视角看存储周期

图1：从美光发展历史看存储周期



资料来源：Wind 等、开源证券研究所

美光作为存储行业龙头厂商，其发展与存储行业周期息息相关，我们结合美光股价走势，对过去四轮存储周期进行了复盘。得出两个核心结论：

(1) 行业产能调整是关键：行业主要厂商的扩产与减产动作对行业周期影响重大。例如，在 2008 年末、2011 年末、2013 年初、2016 年初、2019 年末以及 2022 年末，存储厂商均进行了不同程度的产能削减。值得注意的是，前 5 轮减产，美光股价涨幅显著，分别达到约 270%、40%、440%、460%以及 80%。

(2) 技术革新进一步影响供需格局：技术的迭代更新在很大程度上影响着行业的供需关系。以 2016 年为例，各存储厂商纷纷加大对 3D NAND 的投资力度，而对其他产品的投入则相对保守。从 2016 年初开始进行供应转移，直至 2018 年年中，历经两年时间，3D NAND 的良率才得以显著改善。这一过程引发了近年来存储行业最大的价格周期波动，美光科技的股价涨幅也超过了 440%。

站在当下，我们认为 AI 带来的存储行业需求变化是重点关注方向。一方面，云端 AI 对 HBM、企业级 SSD、企业级内存条的需求已经推动存储行业需求增长，不过目前 HBM 仍处于供不应求的状态，预计未来还将持续保持高景气度。另一方面，端侧 AI 的创新才刚刚起步，有望在更长远的周期内，持续为存储行业的需求增长提供助力。

1.2、海外大厂减产下的价格周期

(1) 从供给侧来看：巨头减产，产能收紧

美光：面对市场需求疲软和价格持续下跌的压力，将减少 10% 的 NAND 晶圆产

量，以调控供给量，期望借此提振市场需求。

三星：拟于 2025 年开始对 NAND 进行减产，预计依照市场状况进行分阶段减产。

SK 海力士：逐步降低 DDR4 传统 DRAM 生产比重，从而将有限产能转向人工智能用存储器及先进 DRAM 产品。

铠侠：2024 年 Q4 开始减产 NAND，和几大原厂共同促成 2025 年 Q2 价格止跌反转。

(2) 从需求侧来看：终端库存去化接近尾声，AI 需求拉动价格回暖

消费性电子品牌商顺应国际形势变化而提前生产，带动需求，加上 PC、智能手机和数据中心等应用领域已开始重建库存。此外国内外互联网厂商纷纷上调资本支出，数据中心对存储器需求高速增长。根据 TrendForce 集邦咨询最新调查，以北美大厂为主的云端服务业者(CSP)持续加强 AI 投资，预期将带动企业级 SSD(Enterprise SSD)需求于 2025 年第三季显著成长。在成品库存水位偏低的背景下，预期 Enterprise SSD 市场将转为供应吃紧，这将支撑价格出现上涨，季增幅度有望达到 10%。

1.3、存储价格企稳回升，相关厂商有望从中受益

原厂减产推动 NAND 维持涨价趋势，DDR5 价格大幅上涨。

NAND 方面：NAND Flash 原厂自 2024 年第四季陆续减产效应已逐步显现，消费性电子品牌商顺应国际形势变化而提前生产，带动需求，加上 PC、智能手机和数据中心等应用领域已开始重建库存，预计 2025 年第二季 NAND Flash 价格将止跌回稳，此外我们认为原厂减产有望开启新一轮存储模组涨价周期，同时国内算力服务器对国产存储模组的需求也将加速。TrendForce 集邦咨询指出，2025 年初由于供应商执行保守产能策略，NAND Flash 市场逐步转向供需平衡。四月初国际形势变化影响第二季市场的现有节奏，增加了价格走势变量。

图2：2025Q2-Q3 NAND FLASH 价格预测企稳回升

2Q25-3Q25 NAND Flash价格预测

	2Q25E	3Q25F
Blended NAND Flash	up 3~8%	up 5~10%

Source: TrendForce, May 2025



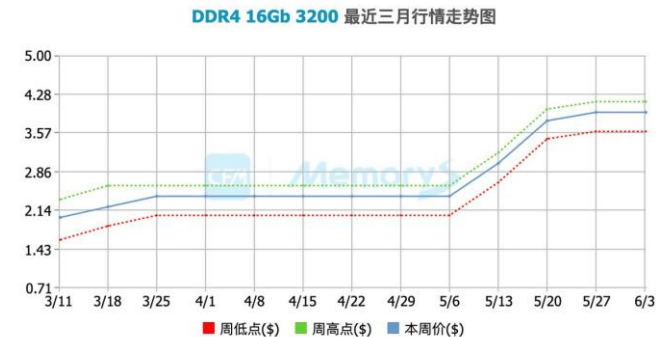
资料来源：TrendForce

DRAM 方面，随着国内外释放出 DDR4 减产或者停产的预期，在贸易端 DDR4 开启了涨价潮。美光 (Micron) 6 月 DDR4 报价大幅跳涨 50%，不管 8Gb 或 16Gb 现货价格表现都相当强劲。华强北甚至爆出 DDR4 现货难求，现货价格被迅速抬高。尽管现在 DDR4 产品处于生命周期后半段，但在工业、安防、消费等利基市场依然有稳定需求，短时间不会立即升级到 DDR5 产品。

兆易创新表示以 D48Gb、LPD4 等产品为代表的一些利基型产品，价格已经有所

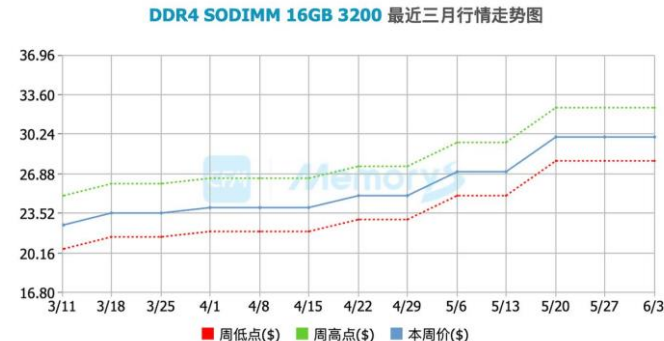
回升，这背后的主要原因是海外大厂更加坚定地向 HBM、D5 等主流产品迁移，进一步淡出利基型市场，同时由于上述利基型产品的下游客户此前并未充分计入大厂减产/退出的预期，库存水位较低，因此在供给收缩的背景下价格上涨。

图3: DDR4 16GB 3200 价格持续走高



资料来源：科创板日报

图4: DDR4 SODIMM 16GB 3200 价格持续走高



资料来源：科创板日报

TrendForce 集邦咨询表示，进入第二季后，云端服务业者(CSP)的 General Server 建置需求维持稳健，存储 Server 需求在 AI Server 的配套应用甚至上修，助益对应 DDR4 存储器的订单追加。此外，CSP 因应原厂 EOL 的策略性备货，亦促使 TrendForce 集邦咨询调整第二季 Server DDR4 模组价格涨幅，由原本的季增 5-10%，上修为 18-23%。随着 Server DDR4 供需转趋紧张，对单位位元售价较低的 PC DDR4 供给产生排挤现象，进而推升价格上涨空间。

图5: 2025Q2-Q3 PC 与 server DDR4 模组价格回升

2Q25-3Q25 PC与server DDR4模组价格预测

	2Q25E	3Q25F
PC DDR4	Up 13~18%	Up 18~23%
Server DDR4	Up 18~23%	Up 8~13%

Source: TrendForce, June 2025

TrendForce

资料来源：TrendForce

2、AIDC 大周期启动，国产化存储需求上升

2.1、国内外云厂资产支出持续超预期，AIDC 大周期开启

生成式 AI（如 ChatGPT、DeepSeek）训练与推理需求激增，推动加速服务器及配套网络设施投资。2026 财年第一季度英伟达数据中心业务收入同比增长 69% 至 441 亿美元，印证 AI 算力需求高速增长。

海外：北美四大云服务提供商（CSP）——亚马逊、谷歌、微软和 Meta 在 2025 年的资本支出计划全面超出市场预期，合计规模突破 3150 亿美元：

（1）亚马逊：2025 年资本开支指引达 1000 亿美元，主要用于支持 AI 和 AWS 云业务的基础设施建设；

- (2) 谷歌：资本支出计划 750 亿美元，重点投入 AI 服务器和数据中心；
- (3) 微软：计划投资 800 亿美元建设数据中心，用于训练 AI 模型及部署云应用；
- (4) Meta：资本支出指引 600-650 亿美元，聚焦生成式 AI 核心业务。

国内：云厂商和运营商尽管总资本开支有所收缩，但算力投资占比显著提升。

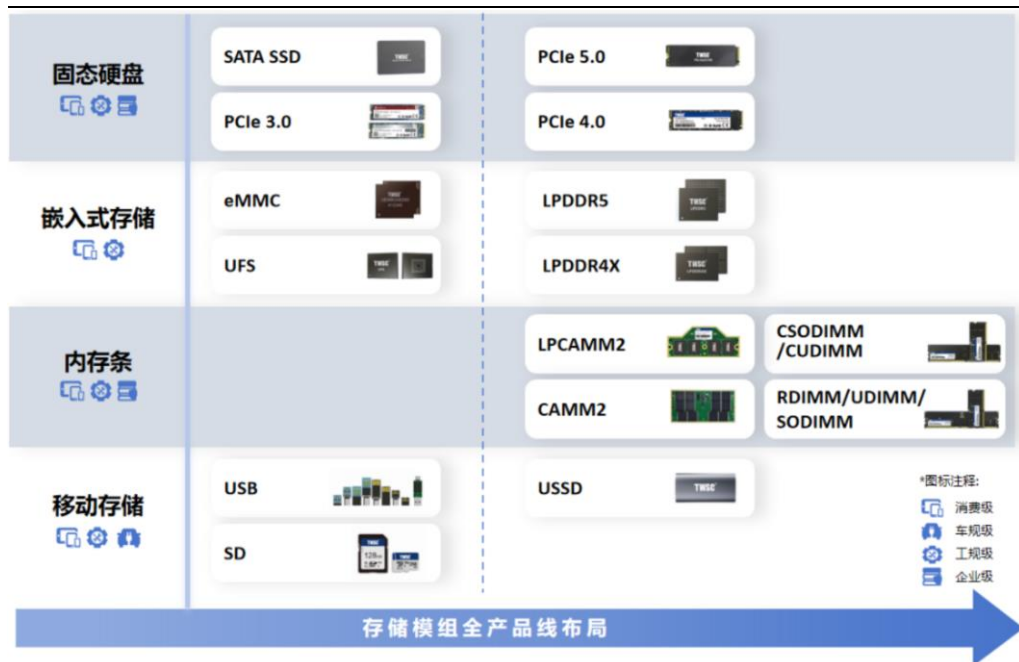
- (1) 阿里巴巴：未来三年计划投入 3800 亿元用于云计算和 AI 基础设施，超过去十年总和；
- (2) 腾讯：2025 年资本支出计划 1000 亿元，其中 2024Q4 支出 349 亿元，同比增 421%；
- (3) 字节跳动：2025 年资本开支 1600 亿元，其中 900 亿元用于 AI 算力采购，700 亿元投向 IDC 基建；
- (4) 三大运营商：2025 年资本开支合计 2898 亿元，算力投资占比显著提升。

2.2、作为数据中心重要的硬件之一，存储模组需求高增

2.2.1、存储模组主要分为固态硬盘（SSD）、内存模组等

存储行业是成长与周期并存的行业，存储技术创新推动了社会需求的不断更新迭代，而新的社会需求又推动存储技术的不断演进发展。当前，随着 AI 技术的蓬勃发展，对数据中心服务器等大容量存储产品的需求不断增长，叠加全球对智能手机、电脑、智能可穿戴设备、智能汽车等智能终端的需求不断上升，持续推动本轮存储器技术创新和市场规模的增长。存储模组主要分为固态硬盘（SSD）、嵌入式存储模组、移动式存储模组、内存模组等。

图6：德明利存储模组全产品线布局图



资料来源：德明利 2024 年年报

固态硬盘 (SSD): 主要用于台式机、笔记本及服务器等计算设备，SATA 和 PCIe 是 SSD 常用的两者接口。SSD 主要由闪存介质（NAND Flash 存储芯片）与主控芯片组成，决定了存储器的整体性能。其中存储芯片是存储数据的物理基础，其技术和质量直接决定存储器的容量、速度、耐用性和成本。主控芯片负责协调存储介质的空间分配与数据传输，其设计和算法影响存储器的性能、可靠性和能效。

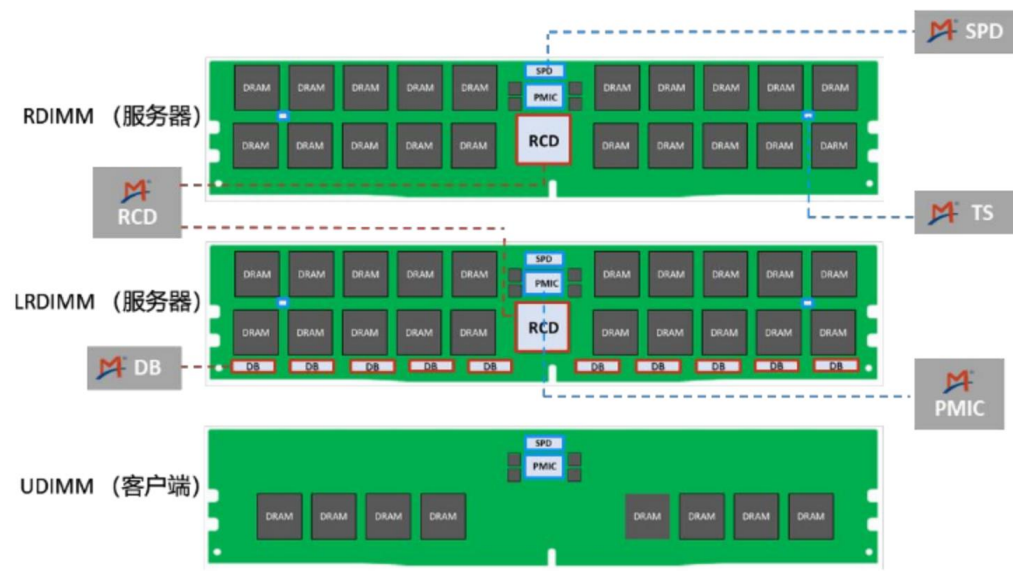
图7：2020-2024 年各存储原厂产品加速迭代驱动行业快速发展

	~2021	2022	2023	2024	2025	2026~
SAMSUNG	128L V6	176L V7 2022MP	236L V8 2023MP	290L V9 2024MP	V10 2025~2026	
KIOXIA Western Digital	112L BiSC5 2020MP	162L BiSC6 2022MP	218L BiCS8 2023MP	BiCS10 2025~		
Micron	176L G7 2021 MP	232L G8 2022MP	276L G9 2024MP			
SK hynix	176L V7 2021MP	238L V8 2023MP	321L V9 2024MP	V10 2025~		
长江存储 YANGTZE MEMORY	128L 2021 MP	X3-Xtacking NAND 2022	X4-Xtacking NAND 2024			

资料来源：德明利 2024 年年报

内存模组: 主要分为 RDIMM、LRDIMM、UDIMM 和 SODIMM。其中，RDIMM 和 LRDIMM 主要用于服务器内存模组，UDIMM 和 SODIMM 主要用于普通台式机和笔记本。内存模组主要包括 DRAM 颗粒、SPD、温度传感器（TS）、内存接口芯片、电源管理芯片（PMIC）等。

图8：澜起科技 DDR5 内存接口芯片及内存模组配套芯片示意图

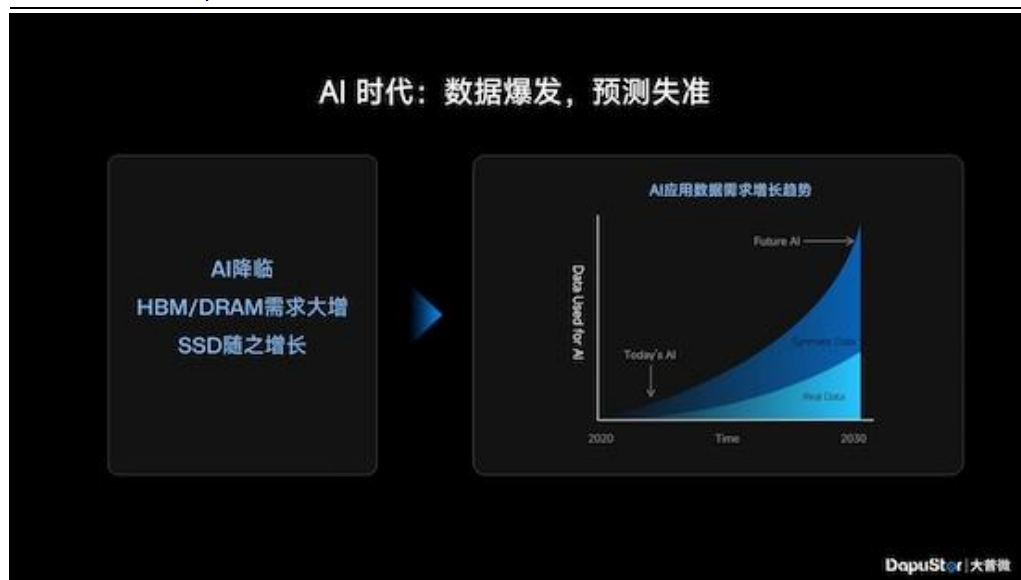


资料来源：澜起科技 2024 年年报

2.2.2、存储模组在 AI 基建中扮演关键角色

随着 5G、AI、云服务等技术的高速发展，PC、手机、服务器、智能汽车等终端应用对存储性能、功耗优化、单位容量的需求持续增长，通过 3D 结构、先进封装等推动存储晶圆不断向高存储密度、高带宽方向演进。然而，AI 的横空出世打破了现有规律，过去的估算过于保守，AI 技术日新月异，GPU 算力狂飙突进，HBM/DRAM 成为热门关注对象，存储也成为关键变量之一。

图9：AI 时代下，应用数据增长拉动存储器需求



资料来源：大普微官网

存力即数据存储能力。海量的数据需要安全、可靠的存储空间，而存力就是提供这一空间的关键。随着数据量的大规模增长，存储设备在数据中心采购的 BOM 中占比持续提升，存储芯片在数据中心采购中比例约为 40%，未来预计将提升至 50%。同时 AI 时代下算力增长也对存力提出了新要求，我们认为在 AI 行业对存力提出了高速、高容量、高集成度三大要求。（1）高速：高算力需要高数据交互速率存储作为支持；（2）AI 时代数据量的大规模增长需要高容量存储作为支持；（3）近存计算、AI 端侧等对存储的集成度提出了要求。

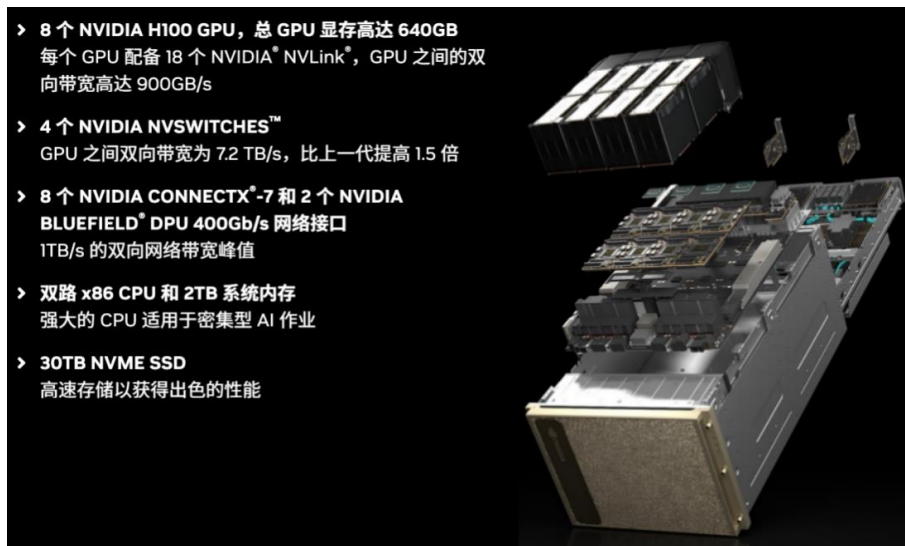
图10：存储是 IT 基础设施的底座



资料来源：忆恒创源招股书

存储是数据中心等算力基础设施的底座：存储模组是数据中心及服务器的关键组成部分，以英伟达 DGX H100 为例，单台服务器共使用 30TB NVME SSD，未来随云厂商资本开支提升及 AIDC 等算力基建进入扩张期，存储模组有望充分受益。

图11：存储模组是服务器中的重要组成部分



资料来源：英伟达

2.3、乘国产化之风，大陆存储模组厂商迎来黄金增长期

内存模组：据 TrendForce 集邦咨询数据，2023 年全球 DRAM 内存模组市场整体营收达 125 亿美元，同比出现 28%下滑，其中前十大 DRAM 模组厂占据了 93% 的产业整体营收。

图12：2023 年全球 CR5 DRAM 模组厂市场份额占比较高

2023全球DRAM模组厂市占排名

Ranking	Company	Market Share
1	Kingston Technology	68.8%
2	POWEV	5.6%
3	ADATA Technology	4.5%
4	Kimtigo	4.2%
5	Ramaxel	3.7%
6	Team Group	2.5%
7	Patriot Memory	1.3%
8	Transcend Information	0.8%
9	Innodisk	0.8%
10	Apacer Technology	0.7%
	Others	7.1%
	TTL	100%

Source: TrendForce, Nov. 2024

资料来源：TrendForce

固态硬盘 (SSD)：根据 TrendForce 集邦咨询数据，2023 年自有品牌渠道通路市场全球出货营收前十的固态硬盘模组厂，在这份榜单中大陆品牌占五席，但是主要的市场份额依然由海外龙头模组厂占据。

图13：2023 年全球 CR5 SSD 模组厂市场份额占比较高

2023年全球前十大SSD模组廠自有品牌通路市場出貨排名

Ranking	Company	Market Share
1	Kingston	34%
2	ADATA	11%
3	Lexar	11%
4	Kimtigo	9%
5	Biwin	7%
6	Colorful	5%
7	Gigabyte	2%
8	Teclast	2%
9	PNY	1%
10	Transcend	1%
	Others	17%
	TTL	100%

Source: TrendForce, Oct. 2024

资料来源： TrendForce

我国作为全球最大的存储芯片消费市场之一，本土供给能力仍显薄弱，核心领域自主可控需求迫切。近年来，为加快推进我国集成电路产业发展，国家出台了一系列政策大力支持半导体产业的发展，并将其视为新质生产力的重要组成部分。半导体存储作为集成电路产业的核心分支，影响着社会信息化进程。近年来，以长江存储、长鑫存储为代表的国内存储晶圆厂商在技术进步和产能扩张方面持续展现出强劲的发展势头。与此同时，国内半导体存储企业在主控芯片、固件算法、封装测试等核心技术领域不断加强自主研发，持续提升半导体存储产业的综合竞争力。

表1：支持集成电路产业发展相关政策

主要政策	发布部门	主要规定
《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	工信部等七部门	发展高性能碳纤维、先进半导体等关键战略材料，加快超导材料等前沿新材料创新应用。加速前沿技术和颠覆性技术的突破，推动半导体产业向高端制程、量子计算及新型材料研发方向发展
《关于 2024 年度享受增值税加计抵减政策的集成电路企业清单制定工作有关要求的通知》	工信部、国家发改委、财政部、国家税务总局	支持集成电路设计、生产、封测、装备、材料企业，对列入清单的企业自 2024 年 1 月 1 日起享受增值税加计抵减政策
《广东省培育半导体及集成电路战	广东省发改委、	在芯片设计、制造、材料、设备等核心领域实现技术突破，提升核心芯片自

主要政策	发布部门	主要规定
战略性新兴产业集群行动计划 (2021-2025 年)》	广东省科技厅、 广东省工信厅	主化水平，为半导体企业提供政策支持、研发资金和税收优惠
《电子信息制造业 2023—2024 年稳增长行动方案》	工信部、财政部	面向数字经济等发展需求，优化集成电路产业布局，提升高端供给水平，增强材料、设备及零配件等配套能力，充分调动各类基金和社会资本积极性，推动集成电路等重点领域重大项目开工建设，加强生产要素保障，提升有效产能供给能力

资料来源：江波龙 2024 年年报、开源证券研究所

3、投资建议与受益标的

随着海外原厂纷纷减产，行业库存水平趋于正常，下游需求逐渐回暖，存储芯片价格开始企稳回升。此外，受益于 AI 需求高速增长，国内外云服务厂商纷纷增加资本支出来用于数据中心等建设。存储模组作为数据中心核心的硬件之一，有望受益。

受益标的：江波龙、德明利、佰维存储、香农芯创、朗科科技等。

表2：受益标的估值表

证券代码	证券名称	评级	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
301308.SZ	江波龙	未评级	81.90	343.28	6.91	10.54	13.18	49.67	32.58	26.05
688525.SH	佰维存储	未评级	65.30	301.21	4.88	7.15	9.42	61.78	42.12	31.97
001309.SZ	德明利	未评级	124.04	200.66	5.58	7.81	8.60	35.99	25.70	23.34
300475.SZ	香农芯创	未评级	36.05	167.19	6.33	8.32	12.05	26.42	20.08	13.87
300042.SZ	朗科科技	未评级	24.59	49.28	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind、开源证券研究所（为 2025 年 6 月 24 日的收盘价和市值，盈利预测均来自 Wind 一致预期）

4、风险提示

(1) AI 行业发展不及预期：

存储模组在人工智能、数据中心等领域应用广泛。如果 AI 行业发展进度不及预期可能会造成存储模组下游市场需求减弱，从而影响相关产业链的发展。

(2) 云厂商资本支出不及预期：

在 AI 时代的浪潮下，当下国内外云服务厂商纷纷展开数据中心的投资建设，而存储模组是数据中心所需的核心硬件之一。如果云厂商的实际资本支出低于预期，则可能会影响存储模组的需求情况。

(3) 存储价格波动的风险

存储行业是成长与周期并存的行业。存储模组厂商往往会提前储备较为充足的原厂颗粒以应对缺货情况。如果存储价格回暖幅度不及预期或者价格下跌，则会影 响存储模组厂商存货价格，造成企业利润波动。

（4）国际形势变化的风险

受全球通胀、俄乌冲突、中东战争等不确定因素影响，包括消费性电子在内的存储下游市场可能存在需求减弱，周期复苏不及预期等风险，进而对相关公司业绩成长带来不利影响。

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