

电子

报告日期：2023 年 10 月 10 日

# AI 开启新一轮周期，自主可控先进突破

## ——2023 年三季度电子行业业绩前瞻专题

### 投资要点

- **23H2 聚焦人工智能与自主可控产业趋势背景下，国内科技硬件产业链创新与变革之下的投资机会。**
- **AI 相关：**AI 人工智能正迅速崛起为全球科技创新浪潮的核心驱动力。算力芯片→算力器件→云侧服务器→端侧 AIoT 的技术迭代与产品革新，我们预计将是未来 5-10 年全球科技硬件创新的最强内核。从 23H2 来看，AI 服务器核心标的工业富联有望逐步兑现业绩，AI 芯片的国产替代进程也有望进一步推进。重点关注：AI 服务器产业链价值升级带来的业绩兑现，如 AI 服务器代工、AI 算力芯片、PCB、光芯片等；
- **自主可控：**22H2 以来美国联合日荷等国不断强化出口管制封锁。新兴举国体制产业政策主导下，半导体设备材料国产化持续推进。2023 年重点关注国内晶圆厂与设备材料厂商，在成熟制程国产化推进基础之上，围绕核心卡脖子环节与先进制程等方面的突破与进展。
- **周期复苏：**23Q1 消费侧整体呈弱复苏态势，消费类芯片库存见顶后有望回落，终端各品类元器件渠道库存与价格水位各异，部分品种如顺络 23Q2 已有明显改善迹象。需求整体弱复苏态势之下，重点关注供给格局稳定、需求创新增量的产业环节，如封测（Chiplet/CoWos）、存储（Dram/Nand）、AIoT 等，元器件方面则重点跟踪各公司产品品类扩张的情况。
- **重点公司：**  
人工智能—工业富联、沪电股份、胜宏科技、寒武纪、海光信息等  
自主可控—中芯国际、北方华创、中微公司、拓荆科技、芯源微、盛美上海等  
周期复苏—长电科技、通富微电、深科技、东芯股份、顺络电子、奥海科技等
- **风险提示**  
AI 产业发展不及预期、下游需求复苏不及预期风险、半导体国产化及研发进程不及预期风险。

### 行业评级：看好(维持)

分析师：蒋高振  
执业证书号：S1230520050002  
jianggaozhen@stocke.com.cn

### 相关报告

- 1 《IC 设备零部件：双重拐点，国产提速！》 2023.09.10
- 2 《人工智能由云至端，自主可控先进突破》 2023.06.14
- 3 《封测·价值重启（一）：Chiplet 与周期共振》 2023.06.03

## 正文目录

<b>1 人工智能：全球科技创新浪潮的核心驱动力</b>	<b>4</b>
1.1 服务器：通用服务器复苏可期，AI 服务器持续爆发	4
1.2 AI 芯片：GPT 开启 AI 商用普及加速，驱动算力芯片新成长	4
1.3 PCB：需求回暖，拐点将至	4
<b>2 自主可控：国产化持续推进，卡脖子环节突破可期</b>	<b>4</b>
2.1 半导体设备：关注海外限制动态及设备厂商在手订单情况	5
2.2 半导体材料：下游稼动率回暖，关注三季度业绩兑现情况	5
2.3 EDA/IP：业绩稳健增长，龙头持续进阶	5
<b>3 周期复苏：供给格局趋于稳定、需求创新增量渐显</b>	<b>5</b>
3.1 封测：底部修复，Chiplet 强化	5
3.2 存储：持续减产，周期加速	6
3.3 被动元器件：周期已然重启，经营持续改善	6
3.4 消费电子：供需重构在即，重视新品牌回归及空间计算相关机会	6
<b>4 重点公司跟踪</b>	<b>7</b>
4.1 工业富联：AI 服务器超前布局引领成长	7
4.2 中芯国际：国之重器，半导体产业链链主，引领设备/材料国产化提速	7
4.3 拓荆科技：PECVD 龙头持续快速成长	7
4.4 芯源微：涂胶显影设备龙头，国产化建设需求提升	7
4.5 华懋科技：ArF 光刻胶 0→1 突破，汽车安全业务稳步成长	7
4.6 江丰电子：半导体高纯溅射金属靶材龙头，零部件业务发展迅速	7
4.7 华大九天：突破逻辑综合工具，EDA 龙头再下一城	8
4.8 沪电股份：服务器产业核心收益，有望带动业绩持续释放	8
4.9 东芯股份：国内 SLC Nand 龙头，周期拐点可期	8
4.10 长电科技：见底复苏，先进封装赋能新发展	8
4.11 通富微电：深度绑定 AMD，Chiplet 升级有望加速新成长	8
4.12 海光信息：结构优化提升盈利能力，加大研发投入静待东风	8
4.13 立讯精密：A 客户主业景气度回暖，车端+MR 增长动力有望逐渐显现	8
4.14 歌尔股份：Quest 3 及 H 品牌可穿戴设备提供后续显著动力	9
<b>5 风险提示</b>	<b>9</b>

## 图表目录

图 1: 2022-2023 年信骅科技单月营业额 (单位: 新台币百万元) .....	4
图 2: 2023 Nand Flash 均价涨跌幅预测 .....	6

## 1 人工智能：全球科技创新浪潮的核心驱动力

### 1.1 服务器：通用服务器复苏可期，AI 服务器持续爆发

自 2022 年四季度开始，全球云计算和服务器产业链由于宏观需求偏弱、终端库存高企，至今已经历 4 个季度的去库调整；另一方面 AI 服务器的爆发也在一定程度上压制了客户对通用服务器的采购。我们观察到核心前瞻指标信骅（Aspeed）披露 9 月营收环比增长 32%，年内首次给出复苏信号，数据中心库存拐点已现。随着云厂商需求回补以及对新一代服务器 CPU 平台适配切换完成，预计通用服务器将重回增长轨道，而 AI 服务器的超高速增长也将至少维持数个季度，服务器板块迎来共振。

图1： 2022-2023 年信骅科技单月营业额（单位：新台币百万元）



资料来源：信骅官网，浙商证券研究所

### 1.2 AI 芯片：GPT 开启 AI 商用普及加速，驱动算力芯片新成长

在 AIGC 持续快速发展的时代背景下，国产 GPU 产品研发、应用部署和生态建设取得了长足进步，部分领先产品性能参数已经可以实现对标海外主流产品。虽仍待经过大批量出货和大规模组网带来的稳定性考验，但也已能望见放量增长的曙光，预计中期内可以跨越鸿沟，享受 AI 算力需求爆发和国产替代红利。

### 1.3 PCB：需求回暖，拐点将至

AI 技术引发的科技浪潮及汽车产业电子化发展，打开新一轮 PCB 行业发展周期。2023 年以来，CHATGPT 的出现引发新一轮科技浪潮，打开 AI 服务器市场空间，叠加服务器新平台升级，预计将带动服务器用 PCB 产品需求快速增长。据 Prismark 数据，2022 年全球服务器及存储器用 PCB 的产值为 98.9 亿美元，预计 2027 年产值达到 142.8 亿美元，2022-2027E CAGR 为 7.6%。同时在净零碳排的驱动下，新能源汽车产业及汽车电动化、智能化、网联化加速发展，带动车用 PCB 快速增长，根据台湾工研院研究报告，预计 2028 年，车用 PCB 用量将比 2022 年增加 50%，其中 HDI 及 FPC 类产品在 ADAS，智能座舱及电池软板等产品带动下，成长力道强劲。

## 2 自主可控：国产化持续推进，卡脖子环节突破可期

## 2.1 半导体设备：关注海外限制动态及设备厂商在手订单情况

半导体设备厂商业绩主要受下游晶圆厂资本支出影响，考虑到半导体设备交付及确认收入节奏，Q3 业绩主要反映的是 2022 下半年的订单情况。2022 年 10 月美国芯片法案发布后，国产替代逻辑加强，国内晶圆厂商加速导入国产设备，因此我们认为，主流半导体设备厂商的 23Q3 业绩有望呈现较高同比增长态势。环比情况看，参考历史季度收入结构，下半年收入/利润通常优于上半年。

SEMI 数据显示，2023 年全球晶圆厂设备支出预计将从 2022 年的 995 亿美元下调至 840 亿美元，同比-15%，而到 2024 年该指标可能出现明显反弹，有望达 970 亿美元。对于业绩的可持续性，我们认为头部逻辑/存储晶圆厂扩产趋势总体符合预期，Q1/Q2 受行业需求转弱影响，扩产节奏略有推后，有望在下半年至明年上半年重新启动，给出较为可观的设备订单，因此可重点持续关注头部晶圆厂商扩产及设备采购进度。

## 2.2 半导体材料：下游稼动率回暖，关注三季度业绩兑现情况

半导体材料是集成电路生产的重要耗材，其业绩主要受两方面影响：其一是下游晶圆厂商的产能利用率，一定程度上决定了蛋糕的大小；其二则是国产各半导体材料厂商在晶圆厂拥有的份额，影响了蛋糕的分配。22Q2 半导体行业景气度开始下行，23H2，晶圆厂稼动率有望企稳回升，带动半导体材料方面的国产导入。

细分领域来看，我们认为对于国产化率相对较高、经营相对成熟稳定的行业通常具有相对较强的业绩兑现能力，可以重点跟踪其季报的预期和实际业绩情况，此类赛道如 CMP 抛光液、抛光垫等。对于具有一定批量生产能力但国产化率还有待提升的细分赛道而言，需要重点关注其在关键客户的产品导入情况，如大硅片赛道等。对于当前仍处于由 0 到 1 突破阶段的赛道，则需要重点关注的产品的研发及验证节奏，此类厂商的业绩也相对富有弹性，如光刻胶、掩模版等。

## 2.3 EDA/IP：业绩稳健增长，龙头持续进阶

EDA 作为芯片设计环节必备的软件工具，其增长固然与半导体行业整体周期相关，部分客户在 2023 年较为平淡的经营状况背景下对相关投入有所保留。然而对国产 EDA 厂商而言，国产替代乃是更强的驱动因素，助力实现穿越周期快速增长。近年来国内客户积极寻找替代方案以规避断供风险，半导体全产业链加速国产替代。中国 IC 设计行业发展迅速，EDA 付费群体壮大，国产 EDA 市场空间在渗透率和国产化率双重提升驱动下快速扩容。

## 3 周期复苏：供给格局趋于稳定、需求创新增量渐显

### 3.1 封测：底部修复，Chiplet 强化

先进封装持续突破，周期底部复苏可期。全球半导体产业链向国内转移，封测产业已成为我国半导体的强势产业，市场规模持续向上突破。先进封装方面，国际先进封装巨头 Intel、TSMC 已拥有相对成熟的 Chiplet 产能布局，技术领先引领发展。其中，TSMC 已推出 InFO、CoWoS、SoIC 等先进封装技术；Intel 已推出 EMIB、Foveros、Co-EMIB 等，国内：长电科技、通富微电等前瞻布局奋力追赶，已具备 Chiplet 量产能力。2022 年来，受全球经济下滑等因素影响，半导体行业景气度进入下行通道，封测业务承压。展望未来，需求端 5G、HPC、汽车电子等新兴应用蓬勃发展，为封测行业持续成长注入动力；供给端

封装技术正不断从传统封装向先进封装演进，全球半导体厂商扩大资本开支强力布局先进封装，先进封装成为行业未来主要增量。随着行业景气度修复上行及先进封装不断发展，封测行业有望开启新一轮成长。

### 3.2 存储：持续减产，周期加速

**周期筑底。**Nand 方面，受大厂持续减产及加大减产力度等影响，Wafer 合约价格上涨，后续有望带动产品现货价格修复。Dram 方面，DDR5、HBM、LPDDR5 等受终端渗透率逐渐提升、AI 需求刺激及手机新品发布等，需求表现相对较好。随半导体需求好转，有望迎来存储行业新一轮需求拐点。

**产业安全。**3月31日，我国启动对美光在华销售产品的网络安全审查。据网信中国5月21日消息，美光在华销售产品未通过中国的网络安全审查，要求关键信息基础设施的运营者停止采购。随着“数字立国”战略下网络及数据安全日益重要，加之国内存储厂商持续追赶，有望加速我国存储行业国产化进程。

**存力升级。**高算力需求催化 HBM 高带宽内存需求，同时 DRAM 和 NAND 的使用量相对普通服务器存在明显提升。随着国内相关算力基础设施建设相关政策推出，以及未来随着 AI 服务器渗透率提升，有望带动国内存储市场规模加速修复及持续扩容。

**Nand 有望领先复苏。**三星 (Samsung) 为应对需求持续减弱，宣布 9 月起扩大减产幅度至 50%，减产仍集中在 128 层以下制程为主，据 TrendForce 集邦咨询调查，其他供应商预计也将跟进扩大 23Q4 减产幅度，目的加速库存去化速度，预估 NAND Flash 均价有望因此持平或小幅上涨，涨幅预估约 0~5%。

图2： 2023 Nand Flash 均价涨跌幅预测

QoQ %	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23F
Total NAND Flash	down 10~15%	down 10~15%	down 5~10%	up 0~5%

资料来源：Trend force，浙商证券研究所

### 3.3 被动元器件：周期已然重启，经营持续改善

相比半导体部分行业，被动元件在此轮周期中，并未受到格局恶化的困扰，因而受到市场的关注。由于产业链相对较短，被动元件更早的迎来库存的去化与渠道端的出清，因此，23Q2 原厂的收入基本都有环比的改善，包括三环/顺络/洁美等，受品牌备货的影响，部分公司 23Q2 已经体现出一定的业绩弹性。展望 23H2，我们认为随着消费电子终端品牌的创新重启叠加产业链的备货，被动元件相关公司业绩有望迎来持续改善。

### 3.4 消费电子：供需重构在即，重视新品牌回归及空间计算相关机会

智能手机库存释放已接近尾声，头部品牌新机有望重构供需关系。23H1 智能手机终端层面延续主动去库节奏，品牌商拉货整体同比上年有所放缓，根据 Strategic Analytics 数据，22H1 及 23H1 智能手机 Sell-in 层面出货量分别为 6.05 亿部和 5.38 亿部，同比下降约 11.1%。23Q3 以来，伴随主要头部品牌新机陆续发售，终端需求已展现出较为持续性的景

气度复苏，以 iPhone 15 系列及国内 M 系列为代表，智能手机出货量有望实现显著回暖。细分品类中，折叠屏手机继续保持高增长，短期看好基于折叠屏新增环节如柔性屏、铰链 MIM 件及组装代工等的潜在机会。

新兴消费电子方向上，基于空间计算新技术带来的技术创新有望成为新的增长方向。空间计算应用目前落脚于基于 3D 空间视觉内容的相关硬件铺设，包括结构光镜头、深度传感器、激光雷达等，苹果 Vision Pro 产品有望成为空间计算功能的下一代重要技术平台，相关代工、零部件供应商的环节价值量或将存在较大增长空间。

## 4 重点公司跟踪

### 4.1 工业富联：AI 服务器超前布局引领成长

今年以来，ChatGPT 等生成式 AI 应用持续升温，全球算力需求激增。AI 技术的突破，使得客户对算力、带宽、GPU、高效存储、先进散热与节能技术等需求日益增加，云计算作为 AI 算力的基础设施重要性日益突显。伴随着 AI 的蓬勃发展，相应的硬件需求迅速成长。上半年，通过产品结构调整优化，盈利能力同比显著增长，服务器毛利率持续提升，同比增长 25%。公司 AI 服务器自 2017 年发展至今，已迭代至第四代，并于今年开始为客户开发并量产英伟达的 H100 及 H800 等高性能 AI 服务器，并正在加速研发下一代 AI 服务器，以及拓展车用移动服务器、边缘服务器、太空互联网运算服务器等新领域。预计公司三季度业绩有望实现接近翻倍增长。

### 4.2 中芯国际：国之重器，半导体产业链链主，引领设备/材料国产化提速

公司作为我国国内晶圆代工龙头公司，工艺平台完善，先进工艺国内领先，产业链链主地位凸显。对于下游芯片设计公司，供应链安全大背景下流片本土化趋势显著；对于上游设备材料公司而言，晶圆厂对于国产设备材料的验证配合度提升有望加速设备材料国产化进程，从而从底层提升半导体产业自主。

### 4.3 拓荆科技：PECVD 龙头持续快速成长

考虑到 22 年末公司在手订单/新增体量均保持较高增速，受益于部分重点晶圆厂逐步恢复扩产下单，23 上半年订单进展顺利，结合前期行业订单交付及确认节奏，我们认为公司 23Q3 收入及利润仍能维持高速增长，预计 23Q3 收入及利润同比/环比将呈现增长态势。

### 4.4 芯源微：涂胶显影设备龙头，国产化建设需求提升

公司作为国内涂胶显影设备的龙头企业，实现产品覆盖 28nm 及以上晶圆产线，成功突破日本厂商在该领域的垄断，有望在国产晶圆厂商扩产及国产产线建设中快速提升市场份额。当前公司浸没式涂胶显影机、高端 offline 设备、超高温烘烤 Barc 设备客户导入进展良好，我们判断 23Q3 收入/利润有望保持同比快速增长。

### 4.5 华懋科技：ArF 光刻胶 0→1 突破，汽车安全业务稳步成长

光刻胶布局方面，参股公司徐州博康光刻胶验证进展顺利，东阳华芯工厂建设顺利，有望开启公司营收新增长点，后续重点关注 Arf 光刻胶放量进展。汽车主业方面，上半年汽车业务展现出一定的反弹态势，考虑到公司为汽车安全气囊龙头，有望充分享受新能源汽车发展红利，我们认为 23Q3 公司收入/利润有望保持同比/环比增长。

### 4.6 江丰电子：半导体高纯溅射金属靶材龙头，零部件业务发展迅速

公司作为全球半导体高纯金属靶材龙头企业，有望充分受益于晶圆厂商投资扩产建设及国产化提速，此外公司半导体零部件业务发展迅速，有望成为公司新增长点，贡献较大营收，我们判断 23Q3 收入同比能保持较大幅度增长。

#### 4.7 华大九天：突破逻辑综合工具，EDA 龙头再下一城

公司不断获得市场突破，根据公司年报，截止 2023 年 6 月 30 日已拥有约 600 家国内外客户。二季度公司新推出数字电路设计领域的核心工具逻辑综合 ApexSyn 以及存储电路设计全流程 EDA 工具系统，ApexSyn 已在多家客户实现应用落地。从全球经验来看，数字电路设计 EDA 市场规模远高于模拟。关键产品补齐打开公司 TAM，有望拉动收入快速增长，预计三季度收入同比增速趋势符合我们对全年增速的预测。

#### 4.8 沪电股份：服务器产业核心收益，有望带动业绩持续释放

公司长期锚定中高端产品，坚持以技术创新和产品升级驱动成长。AI 热潮之下将带动交换机、路由器、数据存储、高速运算服务器等新兴计算场景对高多层 PCB 的结构性需求增加，加之对应下游景气度的逐渐修复。同时，毫米波雷达，采用 HDI 的自动驾驶辅助及智能座舱域控制器、埋陶瓷、厚铜等新兴产品市场迅速成长。公司业绩有望持续释放，我们预计 23Q3 公司收入端和利润端环比有望实现较为明显的改善。

#### 4.9 东芯股份：国内 SLC Nand 龙头，周期拐点可期

公司“NAND+NOR+DRAM”三轮驱动，侧重于中小容量存储芯片，推进有效国产替代，伴随应用领域及终端产品快速发展带动存储芯片需求增加，有望充分受益。目前存储大厂持续减产供需结构优化已见成效，主流大宗产品价格企稳渐有抬头之势，我们预计 23Q3 公司收入端和利润端环比改善。

#### 4.10 长电科技：见底复苏，先进封装赋能新发展

23Q3 消费电子新品发布旺季，带动公司产能利用率有所修复。目前，国内部分领域需求已现企稳迹象。同时，公司持续优化产品结构，强化费用管控。我们预计 23Q3 公司收入端和利润端环比改善。

#### 4.11 通富微电：深度绑定 AMD，Chiplet 升级有望加速新成长

公司深度绑定 AMD，高性能运算业务占比较高，相比传统下游领域，需求情况相对较好。同时，公司积极开拓客户合作，提升市场份额。我们预计 23Q3 公司收入端和利润端有望环比改善。

#### 4.12 海光信息：结构优化提升盈利能力，加大研发投入静待东风

根据公司公告，公司新产品海光三号上半年投放市场驱动上半年营收增长。公司已披露业绩预告，三季度单季归母净利润中值为 2.38 亿元，同比增长 35%。我们预计深算二号 DCU 在 AI 算力需求旺盛的情况下有望助力公司业绩持续成长。

#### 4.13 立讯精密：A 客户主业景气度回暖，车端+MR 增长动力有望逐渐显现

考虑到受限于特殊事件带来的产能限制，A 客户 14 代产品在 2022 年末排产层面最终遭受较大阻力。伴随本年度 15 代新款机型于 9 月发售，公司 23Q3 主业有望回归强势。同时该机型高配款市场销售热情高涨，公司在顶配机型组装代工份额的突破，亦有望帮助公司主业实现持续性提升。

车端和 MR 增长将作为后续重要接力。公司与奇瑞等主机厂已实现深度合作，且奇瑞与 H 公司合作的首款纯电轿跑有望年内顺利面世，基于 H 公司近期已上市车型的关注度，

新车型有望延续较为乐观的订单销售。公司作为车端线束、连接器、座舱、智能驾驶等多条线的复合平台化供应商，有望深度受益，同时后续建议关注公司更高价值量的车端域控制器代工相关项目进展；苹果 MR 产品作为当前市场普遍共识的下一代核心计算平台将于 2024 年初开售，公司及其旗下厂商作为组装代工、摄像头等多个重要环节供应商，后续增长空间显著可期。

#### 4.14 歌尔股份：Quest 3 及 H 品牌可穿戴设备提供后续显著动力

根据公开信息，Meta Quest 3 作为新一代 MR 正代产品已正式发布，后续有望高度集成 Meta Llama AI 大模型，提升 AI 与消费电子终端产品的结合度。Quest 3 售价较上代正代产品 Quest 2 提升 200 美元，公司作为产品核心代工组装供应商，单机 ASP 有望显著提升；此外，公司声学业务产品基础深厚，在主流消费电子产品中已实现较高渗透率，以 H 品牌手表、耳机、智能眼镜等新品为代表，有望实现与 A 品牌耳机并驾齐驱的局面。鉴于 22Q4 特殊事件对业绩的影响，公司 22Q3 业绩基数较高，因此 23Q3 同比数据可能仍存在较大压力，但整体经营向好的趋势有望稳定持续。

## 5 风险提示

**AI 行业发展不及预期的风险：**AI 服务器及相关 AI 芯片属于新兴行业，若 AI 产业发展不及预期，则相关公司的成长性会受到影响；

**下游需求复苏不及预期风险：**电子行业各终端产品正处于需求陆续恢复通道，其恢复程度直接影响上游各环节供应商业绩，若终端产品复苏进度不及预期，可能会使各条线公司业绩回暖受到影响；

**半导体国产化及研发进程不及预期风险：**半导体设备、材料、零部件部分核心环节属于卡脖子环节，若技术研发不及预期有可能影响国产化进程，对业绩造成影响。

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>