



# 电子行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

电子组

分析师：樊志远（执业 S1130518070003）

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

## 台积电 AI 指引及 CAPEX 超预期，关注 26Q1 业绩超预期方向

### 电子周观点：

- **台积电 AI 指引及 CAPEX 超预期，关注 26Q1 业绩有望超预期方向。**台积电公布 25Q4 业绩，25Q4 实现营收 337.31 亿美元，同比+20.5%，净利润为 162.97 亿美元，同比+35.0%。公司预计 26Q1 营收为 346~358 亿美元，毛利率为 63~65%。公司预计 26 年全年营收同比增长接近 30%。受益于 AI 需求高增长，公司上调长期指引，预计 24~29 年公司收入 CAGR 将达到 25%（之前指引为 20%），预计 24~29 年公司 AI 处理器收入 CAGR 将达到 55~60%（之前指引为 45%）。台积电对 AI 展望积极，公司与终端 CSP 客户持续沟通，确认了 AI 需求的真实性，认为 AI 对 CSP 业务产生了成功的积极影响。台积电表示花费了数月与客户确认需求情况，验证下来发现需求是真实的，目前产能非常紧张，为了满足下游客户需求，公司计划加大扩产力度，2026 年 CAPEX 将达到 520~560 亿美元，未来三年资本开支将显著增长。从台积电 AI 收入指引及未来 CAPEX 指引来看，均超预期，接下来，北美四大 CSP 厂商将陆续公布最新季度业绩，AI 赋能带动云业务收入增长有望进一步体现，并对 2026 年 CAPEX 指引乐观，我们预测 Google、Meta、微软及亚马逊 AWS 等北美四大云厂（CSP）持续扩大 AI 基础建设投资，2026 年总投资金额有望达到 6000 亿美元历史新高规模。建议关注 2026 上半年业绩有望超预期方向，我们认为，AI 需求持续强劲，英伟达 GB300 积极拉货，Rubin 产业链 26Q1 进入拉货阶段，正交背板也在积极推进，谷歌及亚马逊新一代 ASIC 芯片也将进入拉货阶段，OpenAI 也正加速推进自研 AI 芯片计划，其代号“Titan”的首款芯片预计于 2026 年底推出，将采用台积电 3 纳米制程工艺。Token 数量的爆发式增长，带动了 ASIC 强劲需求，我们研判谷歌、亚马逊、Meta、Open AI 及微软的 ASIC 数量，2026-2027 年将迎来爆发式增长，继续看好英伟达及 ASIC 受益产业链。存储芯片涨价有望持续，根据 Omdia 数据，2026 年三大 DRAM 原厂的晶圆总产出将达 1800 万片，同比增长约 5%，但仍难以满足市场的强劲需求，研判 2026 年存储芯片继续供不应求，持续涨价。从美光、台积电及 AI 产业链公司业绩指引情况来看，AI 需求持续强劲，继续看好 AI 硬件核心受益公司。整体来看，继续看好 AI-PCB 及核心算力硬件、半导体设备及苹果产业链。

### 投资建议与估值

- **继续看好 AI-PCB 及核心算力硬件、苹果产业链及自主可控受益产业链。**台积电 AI 指引及 CAPEX 超预期，接下来，北美四大 CSP 厂商将陆续公布业绩，研判积极乐观。我们认为 AI 强劲需求带动 PCB 价量齐升，目前多家 AI-PCB 公司订单强劲，满产满销，正在大力扩产，四季度及明年业绩高增长有望持续。AI 覆铜板也需求旺盛，由于海外覆铜板扩产缓慢，大陆覆铜板龙头厂商有望积极受益。继续看好 AI-PCB 及核心算力硬件、苹果产业链及自主可控受益产业链。
- **细分行业景气指标：**消费电子（稳健向上）、PCB（加速向上）、半导体芯片（稳健向上）、半导体代工/设备/材料/零部件（稳健向上）、显示（底部企稳）、被动元件（稳健向上）、封测（稳健向上）。

### 风险提示

需求恢复不及预期的风险；AIGC 进展不及预期的风险；外部制裁进一步升级的风险。



## 一、细分板块观点

### 1.1 消费电子：C端落地场景持续拓展，看好苹果链及智能眼镜为主的端侧应用

随着多模态交互成为标配、Agent 应用生态成熟，以及模型推理成本的进一步优化，大模型调用量有望延续当前的高速增长曲线，AI 正从技术探索全面迈向大规模生产力赋能的新阶段。随着大模型的持续优化，原本参数规模庞大的生成式 AI 模型正在变小，同时端侧处理能力正在持续提升。

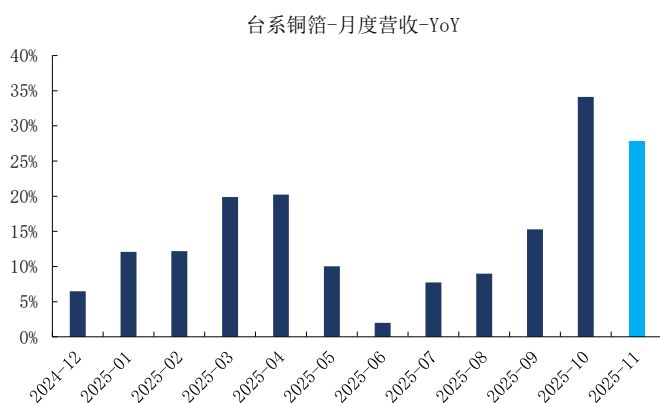
我们看好 AI 应用落地：1) AI 手机方面，重点看好苹果产业链，折叠手机、折叠 pad、AI 眼镜、智能桌面等产品陆续推进中，苹果将持续打造芯片、系统、硬件创新及端侧 AI 模型的核心竞争力，算力+运行内存提升是主逻辑，带动 PCB 板、散热、电池、声学、光学迭代。2) 多家厂商发布 AI 智能眼镜，重点关注海外大厂 Meta 明年发布新机的节奏，以及苹果、微软、谷歌、OpenAI、亚马逊等布局情况。3) AI 端侧应用产品正在加速，各大厂积极尝试不同品类产品，覆盖类 AIPin、智能桌面、智能家居等产品，有望给可穿戴等硬件产品带来创新和新的机遇。

### 1.2 PCB：11 月覆铜板拉货紧张程度继续升级，高景气度继续维持

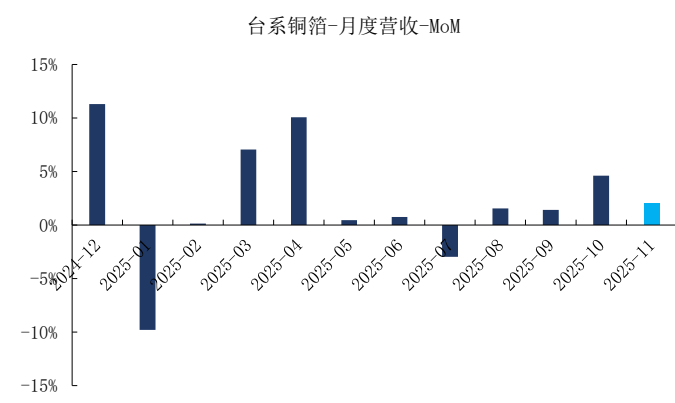
根据 11 月跟踪，整个产业链景气度判断为“保持高景气度”，主要原因来自于汽车、工控随着政策补贴加持同时 AI 开始大批量放量，并且从当前的能见度观察来看，四季度有望持续保持较高的景气度状态，中低端原材料和覆铜板在四季度又迎来一轮涨价，我们预计覆铜板涨价已经走到了斜率有望变高的重要时间点，建议保持密切观察。

图表1：台系电子铜箔厂商月度营收同比增速

图表2：台系电子铜箔厂商月度营收环比增速



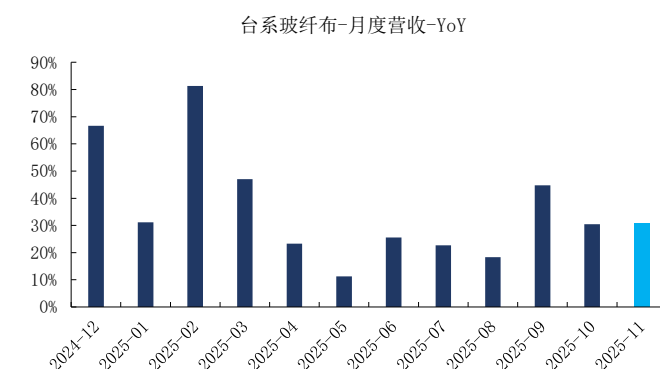
来源：Wind，国金证券研究所



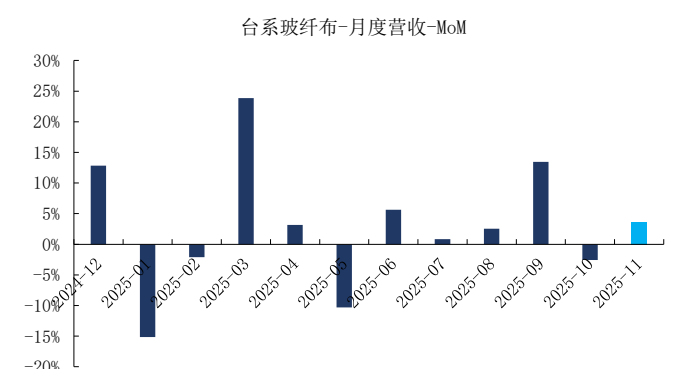
来源：Wind，国金证券研究所

图表3：台系电子玻纤布厂商月度营收同比增速

图表4：台系电子玻纤布厂商月度营收环比增速



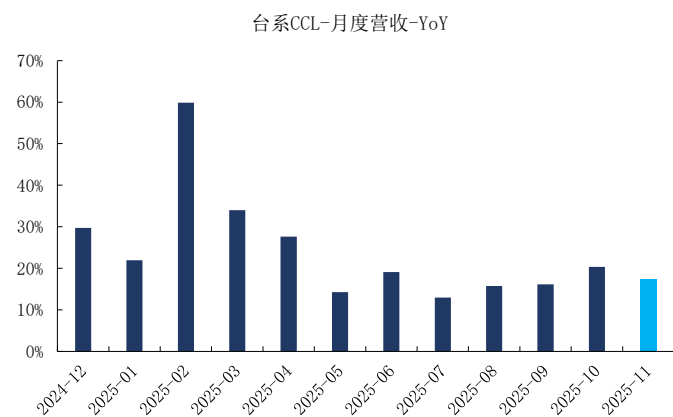
来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

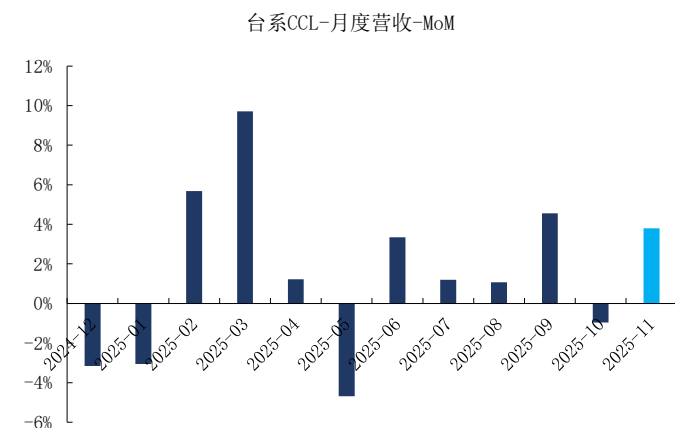


图表5：台系覆铜板厂商月度营收同比增速



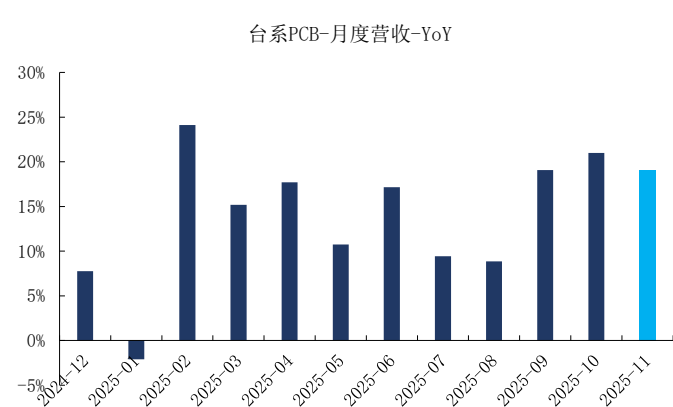
来源：Wind，国金证券研究所

图表6：台系覆铜板厂商月度营收环比增速



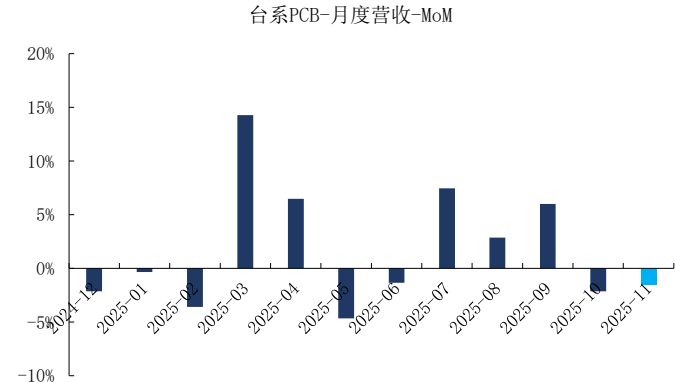
来源：Wind，国金证券研究所

图表7：台系PCB厂商月度营收同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表8：台系PCB厂商月度营收环比增速



来源：Wind，国金证券研究所

### 1.3 元件：AI 数据中心 SOFC 供电项目落地，重点关注三环集团

#### 1) 被动元件

AI 端测的升级有望带来估值弹性，AI 手机单机电感用量预计增长，价格提升；MLCC 手机用量增加，均价有提升，主要是产品升级（高容高压耐温、低损耗）。端侧笔电以 WoA 笔电（低能耗见长的精简指令集 RISC，ARM 设计架构）为例，ARM 架构下 MLCC 容值规格提高，其中 1u 以上 MLCC 用量占总用量近八成，每台 WoA 笔电 MLCC 总价大幅提高到 5.5~6.5 美金。

#### 2) 面板：LCD 面板价格企稳，控产有效 1 月有望报涨

LCD：根据 WitsView 最新面板报价，12 月上旬 32/43/55/65 吋面板价格变动 0、0、0、0 美金，电视、显示器面板价格持平，笔电面板部分尺寸价格有小幅下跌。面板厂计划在春节之前控产，中国大陆为主的各面板厂约安排 3-7 天不等的调控天数，平均稼动率也从第三季维持在 80% 以上，1 月份面板报价有望报涨。

OLED：看好上游国产化机会。国内 OLED 产能释放、高世代线规划带动上游设备材料厂商需求增长+国产替代加速。8.6 代线单线有机发光材料用量远高于 6 代线。有机发光材料技术壁垒高、海外专利垄断，设备端蒸镀机、掩膜版美日企业主导，国内供应商正在加速面板厂导入验证，目前 8.6 代线面板厂规划即三星、LG、京东方、维信诺，大陆话语权增强也在加速上游国产化进程。国内厂商加速下游面板厂配套合作、导入验证，建议关注奥来德、莱特光电、京东方 A、维信诺。

### 1.4 IC 设计：持续看好景气度上行的存储板块

根据 TrendForce 集邦咨询最新调查，2025 年第四季 Server DRAM 合约价受惠于全球云端供应商 (CSP) 扩充数据中心规模，涨势转强，并带动整体 DRAM 价格上扬。尽管第四季 DRAM 合约价尚未完整开出，供应商先期收到 CSP 加单需求后，调升报价的意愿明显提高。TrendForce 集邦咨询据此调整第四季一般型 (Conventional DRAM) 价格预估，涨幅从先前的 8-13%，上修至 18-23%，并且很有可能再度上修。





我们看好从 Q2 开始，存储器持续上行的机会：1) 供给端，减产效应显现，存储大厂合约开启涨价。2) 需求端，云计算大厂 capex 投入开始启动，对应企业级存储需求开始增多；同时消费电子终端为旺季备货，补库需求也在加强。整体，我们认为存储器进入明显的趋势向上阶段。我们持续看好企业级存储需求及利基型 DRAM 国产替代，建议关注：兆易创新、香农芯创、北京君正、德明利、江波龙、佰维存储等。

### 1.5 半导体代工、设备、材料、零部件观点：制裁密集落地，产业链持续逆全球化，自主可控逻辑继续加强

半导体代工、设备、材料、零部件观点：半导体产业链逆全球化，美日荷政府相继正式出台半导体制造设备出口管制措施，半导体设备自主可控逻辑持续加强，为国产半导体产业链逻辑主线。出口管制情况下国内设备、材料、零部件在下游加快验证导入，产业链国产化加速。

封测：先进封装需求旺盛，重视产业链投资机会。算力需求旺盛，地缘政治因素影响下，算力端自主可控成为国产算力核心发展方向。寒武纪、华为昇腾等 AI 算力芯片需求旺盛，先进封装产能紧缺，持续扩产背景下先进封装产业链有望深度受益。此外，HBM 产能紧缺，国产 HBM 已取得突破，看好相关产业链标的。建议关注：长电科技、甬矽电子、通富微电、利扬芯片、伟测科技；封测设备及耗材：华峰测控、金海通、和林微纳。

当前封测板块景气度稳健向上，随下游需求好转，国内模拟/数字芯片公司库存普遍已筑底回升，开始主动补库。对于封测厂来说，其营收与半导体销售额呈高度拟合关系。从产业链位置来看，封测属半导体产业链中位置相对靠后的环节，封测厂生产的产品将成为最终产品形态并进入设计厂商库存。因此，在库存水位较高的情况下，受 IC 设计厂商砍单影响，封测厂商表现会相对较弱，业绩出现明显下滑；但若当库存水位较低，且下游需求好转情况下，IC 设计厂商会优先向封测厂商加单，加工处理之前积累的未封装晶圆，进而推动整体产业链从底部实现反转。

半导体设备板块：半导体设备景气度稳健向上，根据 SEMI 2025 年 9 月 4 日发布的报告来看，2025 年第二季度全球半导体设备出货金额达到 330.7 亿美元，同比增长 24%。受先进逻辑制程、HBM 相关 DRAM 应用以及亚洲地区出货量增加的推动，2025 年第二季度销售额环比增长 3%。中国大陆和中国台湾 25Q2 半导体设备支出分别为 113.6 亿美元和 87.7 亿美元，分别同比-7%和+125%。

后续，我们看好国内存储大厂及先进制程扩产加速落地，建议关注订单弹性较大的【北方华创/拓荆科技/中微公司/华海清科/京仪装备】；另一方面消费电子补库，半导体需求端也在持续改善，随着周期走出底部，一些成熟制程大厂的资本开支有望重新启动，自主可控叠加复苏预期，我们持续看好设备板块。此外，部分国产化率较低设备 25 年或将有所突破，建议关注【芯源微/中科飞测/精测电子】。

半导体材料：看好稼动率回升后材料边际好转及自主可控下国产化的快速导入。材料相对后周期，行业  $\beta$  会受到一些半导体行业景气度的影响，三季报来看，材料端营收利润环比弱复苏。当前美国杜邦已经在逻辑和存储相应的制裁领域断供，日本加入了设备的制裁，材料风险也在增加。中长期看好平台化材料公司，短期看好光刻胶公司的催化机会，建议关注鼎龙股份、雅克科技、安集科技等。

## 二、重点公司

### 看好半导体设备、AI-PCB 及核心算力硬件、苹果产业链

台积电 AI 指引及 CAPEX 超预期，接下来，北美四大 CSP 厂商将陆续公布业绩，研判积极乐观。研判覆铜板涨价具有持续性，涨价带来的业绩提升有望在四季度开始体现，看好核心受益公司。我们研判谷歌、亚马逊、Meta、Open AI 及微软的 ASIC 数量，2026-2027 年将迎来爆发式增长。我们认为 AI 强劲需求带动 PCB 价量齐升，目前多家 AI-PCB 公司订单强劲，满产满销，正在大力扩产，四季度及明年业绩高增长有望持续。AI 覆铜板也需求旺盛，由于海外覆铜板扩产缓慢，大陆覆铜板龙头厂商有望积极受益。继续看好 AI-PCB 及核心算力硬件、苹果产业链及自主可控受益产业链。相关标的：生益科技、蓝特光学、鹏鼎控股、沪电股份、胜宏科技、深南电路、景旺电子、东山精密、生益电子、北方华创、中微公司、拓荆科技、微导纳米、工业富联、长川科技、芯原股份、建滔积层板、立讯精密、寒武纪、瑞可达、东睦股份、兆易创新、蓝思科技、领益智造、安集科技、三环集团、水晶光电、江丰电子、鼎龙股份、铂科新材、顺络电子。美股建议关注：台积电、美光科技、英伟达、博通、天弘科技。

胜宏科技：2026 年 1 月公司发布 2025 年度业绩预告，预计归属于上市公司股东的净利润为 41.6 亿元-45.6 亿元，比上年同期增长 260.35%-295%。2025 年，公司精准把握 AI 算力技术革新与数据中心升级浪潮带来的历史新机遇，持续巩固在全球 PCB 制造领域的技术领先地位。随着全球 AI 基础设施与算力需求的持续扩张，公司凭借行业领先的技术能力、品质能力、交付能力和全球化服务能力，成为国内外众多头部科技企业核心合作伙伴。在 AI 算力、数据中心、高性能计算等关键领域，多款高端产品已实现大规模量产，带动产品结构向高价值量、高技术复杂度方向升级，高端产品占比显著提升，推动公司业绩高速增长。

北方华创：半导体装备产品技术领先，工艺覆盖广泛。公司产品已覆盖刻蚀、薄膜沉积、热处理、湿法、离子注入、涂胶显影、键合等核心工艺装备。在刻蚀领域，公司已形成 ICP、CCP、干法去胶、高选择性刻蚀和 Bevel 刻蚀的全系列产品布局。在薄膜沉积领域，公司同样形成了 PVD、CVD、EPI、ALD、ECP 和 MOCVD 的全系列布局。公司通过完成对沈阳芯源微电子的并购，进一步丰富了在前道物理清洗、化学清洗、涂胶显影及键合设备领域的布局。同时，公司积极进军离子注入设备市场，平台化布局日趋完善。

中微公司：高端产品新增付运量显著提升，超高深宽比刻蚀工艺实现大规模量产。公司用于关键刻蚀工艺的单反应台



CCP 介质刻蚀产品保持高速增长，其 60:1 超高深宽比介质刻蚀设备已成为国内标配设备，下一代 90:1 设备也即将进入市场。在 ICP 方面，适用于下一代逻辑和存储客户的刻蚀设备开发取得了良好进展。同时，公司开发的 LPCVD、ALD 等多款薄膜设备及 EPI 外延设备也已顺利进入市场，并在客户端进行量产验证。在泛半导体领域，公司正开发更多化合物半导体外延设备，并已陆续付运至客户端开展生产验证。近期发布六款新产品，加速转型高端设备平台化公司。公司于 2025 年 9 月推出了六款半导体设备新产品，覆盖了等离子体刻蚀、原子层沉积及外延等关键工艺。在刻蚀设备方面，此次发布的两款新品分别为极高深宽比刻蚀及金属刻蚀领域提供了高效的解决方案。在薄膜沉积设备方面，四款新品包括三款原子层沉积产品以及一款外延产品，其中 12 英寸原子层沉积产品能够满足先进逻辑与先进存储器件在金属栅方面的应用需求，外延设备则可满足从成熟到先进节点的逻辑、存储和功率器件等多领域外延工艺需求。这些新产品进一步拓展了公司的产品布局，为其向高端设备平台化公司的转型提供了有力支撑。2025 年 12 月，公司公布了拟以发行股份及支付现金的方式购买杭州众芯硅、宁容海川、临安众芯硅、临安众硅、杭州芯匠、杭州众诚芯等 41 名交易对方合计持有的杭州众硅 64.69% 股权。同时，上市公司拟向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金。

东睦股份：三大业务景气度持续，盈利能力持续改善。机器人算力提供新成长曲线。公司积极布局新兴领域，P&S 业务平台能力可用于制造机器人用减速器齿轮、MIM 制造灵巧手精密小齿轮和液态金属柔轮等等。SMC 业务平台积极拓展 AI 服务器相关材料与元器件，25H1 公司算力相关的金属软磁 SMC 实现芯片电感和服务器电源软磁材料销售收入约 10542 万元。持续看好公司作为材料平台型企业，三大业务平台协同，积极拓展高景气度下游应用领域。

兆易创新：公司步入上行周期，利润环比大幅改善：在 AI 驱动下，PC、服务器、汽车电子等各类下游应用场景对存储需求日益提升，自今年三季度以来，存储产品现货价格一路上涨，存储上行周期已然启动。此外，DRAM 等产品行业供给格局持续改善，形成“价量齐升”的良好态势。公司持续深耕多元化布局，产品矩阵持续丰富，同时下游消费、工业、汽车等领域需求增长，共同推动公司营收实现快速增长。公司 25Q3 毛利率环比改善 3.71 个百分点，净利率改善 3.74 个百分点，带动公司利润环比大幅改善。我们持续看好“国产替代+定制化存储”为公司未来核心增长逻辑：1) 在 Nor Flash 领域，公司为排名全球第二，中国内地第一供应商，下游消费类需求稳健增长。2) 在利基 DRAM 领域，三星、美光、海力士等海外大厂加速退出利基市场，DDR4 价格快速提升。3) 在 MCU 领域，公司深入推动 AI MCU 产品布局。4) 在新兴领域，公司紧贴客户需求开拓定制化存储解决方案，在 AI 手机、AI PC、汽车、机器人等若干领域的客户拓展进展顺利。

领益智造：公司海外交付能力强、海外产能布局充分，具备较强的经营韧性和产业竞争力。公司有效通过海外产能布局实现了研发、生产、交付的本地化管理，快速响应客户需求。9 月，公司发布关于筹划发行 H 股股票并在香港联合交易所有限公司上市的提示性公告。进一步推动国际化战略落地，加强海外业务布局，拓宽海内外并购和融资渠道，提高公司国际知名度，提高公司整体竞争力。打造智能 AI 平台，新业务持续突破。公司产品广泛应用于智能手机、AI 眼镜及 XR 可穿戴设备、机器人、服务器及各类 AI 终端电子产品。散热方面，为客户提供各类液冷、VC 均热板、石墨片、导热垫片、导热胶等散热解决方案；折叠屏终端产品涵盖中框、VC 均热板、屏幕支撑层、模切功能件、结构件、充电器、折叠屏转轴模组等关键组件；此外公司还为国内 AR/AI 眼镜客户提供软质功能件、注塑件、散热解决方案、充电器等关键零部件。

三环集团：公司加速新产品布局和国产替代，产品规格型号不断丰富，下游应用领域覆盖日益广泛。公司产品线上，公司 MLCC 产品不断实现技术和市场突破，品牌核心竞争力逐步提升，朝着高容化、微型化、高可靠等方向发展。AI 需求带动 SOFC 业务增长，看好高端 MLCC 放量。SOFC（固体氧化物燃料电池）凭借着其高能量转换效率、快速部署以及低碳潜力等优势，高度匹配数据中心用电的特征，在美国数据中心密集建设叠加电力缺口下，Bloom Energy 作为行业核心龙头，未来订单有望超预期，后续关注 CSP 厂商下订单的催化及度电成本下降趋势。公司高容量和小尺寸 MLCC 研发进展显著，积极进行技术突破和客户拓展，未来公司有望凭借产业链垂直一体化成本优势，深度受益下游应用拓展与 MLCC 元件本土产业进口替代机会。

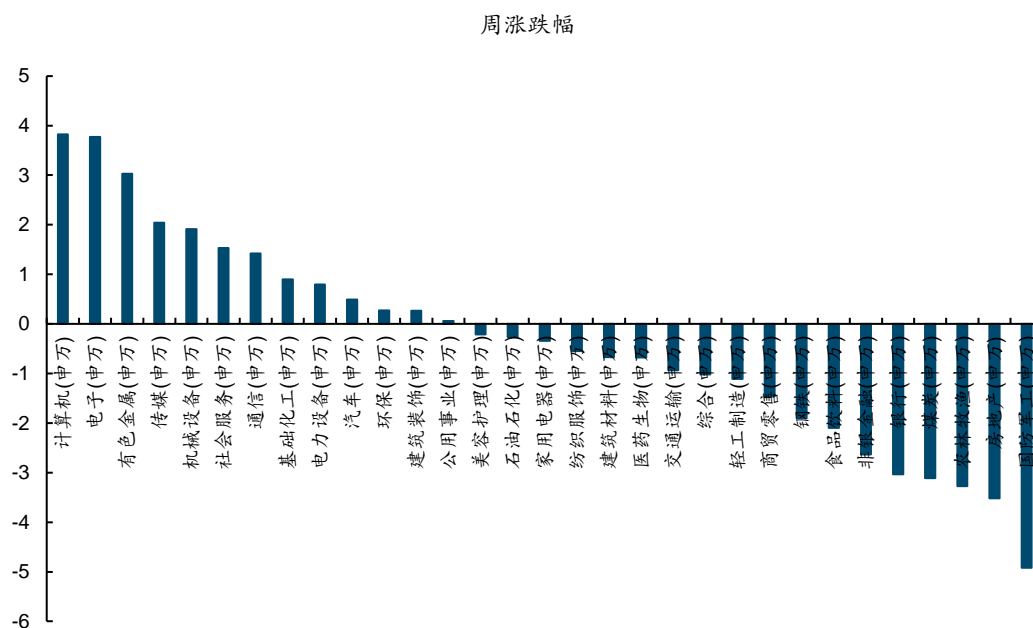
江丰电子：静电吸盘存在卡脖子风险，公司积极布局静电吸盘业务助力产业链自主可控。我国静电吸盘市场被 Applied Materials、Shinko、TOTO、NTK 等美、日制造商高度垄断。23 年 5 月，日本经济产业省公布《外汇法》法令修正案，将先进芯片制造所需的 23 个品类的半导体设备列入出口管理的管制对象，其中包括具有 20 个以上温控区静电吸盘的各向异性刻蚀设备。由此可见，我国的静电吸盘国产化替代需求迫切。公司于 25 年 7 月发布公告，计划采用向特定对象发行 A 股股票的方式，发行不超过 7959.62 万股，募集资金不超过 19.48 亿元，资金主要用于静电吸盘和超高纯金属溅射靶材产业化项目。此次发行将进一步巩固公司在靶材领域的领先地位，提升国际竞争力。同时完善半导体精密零部件业务布局，推动关键零部件国产化进程。

### 三、板块行情回顾

回顾本周行情，参考申万一级行业划分，涨跌幅前三名的行业分别为计算机、电子、有色金属，涨跌幅分别为 3.82%、3.77%、3.03%。涨跌幅后三位为农林牧渔、房地产、国防军工，涨跌幅分别为 -3.27%、-3.51%、-4.92%。本周电子行业涨跌幅为 3.77%。



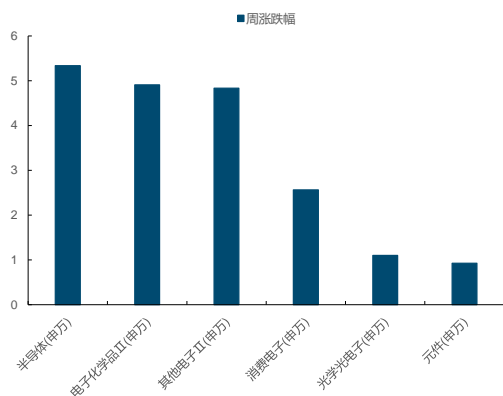
图表9：板块周涨跌幅排序（单位：%）（2026.01.12-2026.01.16）



来源：Wind，国金证券研究所

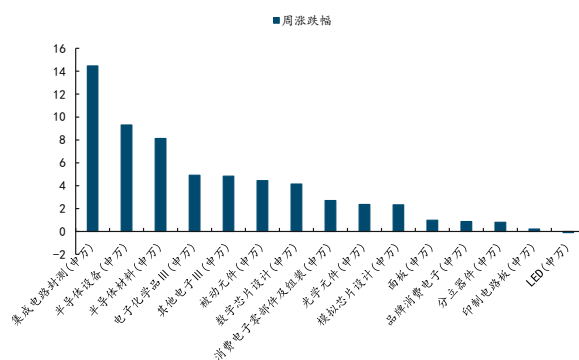
在电子细分板块中，涨跌幅前三大细分板块为集成电路封测、半导体设备、半导体材料，涨跌幅分别为 14.47%、9.31%、8.12%。涨跌幅靠后的三大细分板块为分立器件、印制电路板、LED，涨跌幅分别为 0.80%、0.22%、-0.10%。

图表10：申万二级电子细分板块周涨跌幅（单位：%）（2026.01.12-2026.01.16）



来源：Wind，国金证券研究所

图表11：申万三级电子细分板块周涨跌幅（单位：%）（2026.01.12-2026.01.16）



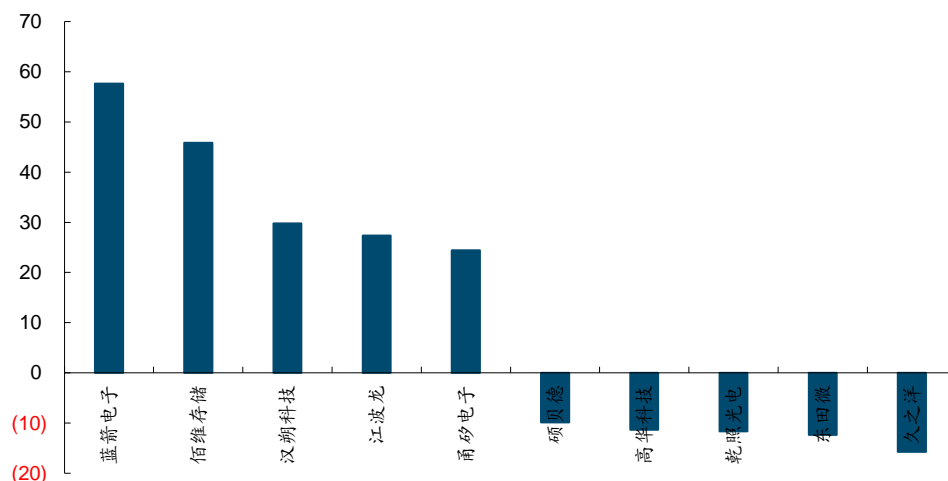
来源：Wind，国金证券研究所

从个股情况来看，1.12-1.16，蓝箭电子、佰维存储、汉朔科技、江波龙、甬矽电子为涨幅前五大公司，涨幅分别为 57.66%、45.85%、29.78%、27.36%、24.43%。跌幅前五为硕贝德、高华科技、乾照光电、东田微、久之洋跌幅分别为 -9.90%、-11.32%、-11.68%、-12.37%、-15.77%。





图表12：电子板块个股周涨跌幅（%）（2026.01.12-2026.01.16）



来源：Wind，国金证券研究所

#### 四、风险提示

**AIGC 进展不及预期的风险：**科技巨头公司布局 AI，存在未来行业竞争进一步加剧、AI 产品不能有效与应用实践相结合的风险。

**外部制裁进一步升级的风险：**全球范围内的贸易摩擦不断升级，若美国、日本、荷兰等国出口管制进一步升级，可能会导致相关企业的核心环节受限。

**终端需求不及预期的风险：**消费类智能手机创新乏力，对产业链拉动低于预期，换机周期较长；若新能源（电动汽车、风电、光伏、储能）需求不及预期，电动车销量下滑，光储装机量不及预期，可能会对相关公司业绩产生影响。



**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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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