



行业评级 推荐（维持）

报告日期 2025 年 02 月 04 日

相关研究

【兴证电子】周报：国补促进手机等数码产品销量，看好端侧 AI 硬件创新浪潮和算力架构创新-2025.01.26

【兴证电子】周报：台积电业绩超预期，看好端侧 AI 硬件创新浪潮和算力架构创新-2025.01.19

【兴证电子】周报：AI 眼镜在 CES 百花齐放，看好端侧 AI 硬件创新浪潮和算力架构创新-2025.01.12

分析师：姚康

S0190520080007
yaokang@xyzq.com.cn

分析师：仇文妍

S0190520050001
qiuwenyan@xyzq.com.cn

分析师：张元默

S0190523020002
zhangyuanmo@xyzq.com.cn

分析师：胡园园

S0190525010001
huyuanuan1@xyzq.com.cn

分析师：王恬恬

S0190524040002
wangtiantian22@xyzq.com.cn

研究助理：刘珂瑞

liukerui@xyzq.com.cn

研究助理：刘培锐

liupeirui@xyzq.com.cn

Deepseek 日活高增，海外大厂财报显示算力需求强劲，推理侧即将迎来爆发

投资要点：

- Deepseek 以极低的训练成本，实现了媲美全球顶尖模型的性能，引发全球热议，并且日活高速增长，我们认为，训练、推理成本的降低，有望推动 AI 应用的繁荣。Meta 的业绩会表示，高度智能化和个性化的 AI 助手用户有望突破 10 亿，并且 2025 年是 AI 眼镜关键的一年，暗示第三代产品销量有望达到 500 万+的目标。端侧 AI 潜力巨大，耳机和眼镜有望成为端侧 AI Agent 的重要载体，关注歌尔股份、漫步者、天键股份、国光电器、恒玄科技、炬芯科技、中科蓝讯等。持续看好苹果在 AI Phone 的引领趋势，随着 AI 进入更多地区，以及更智能的 Siri 推出，有望迎来一轮超级换机周期，有价值量增加的环节弹性巨大，推荐软硬板龙头鹏鼎控股，组装厂立讯精密，建议关注蓝思科技、水晶光电、东山精密、领益智造、珠海冠宇等。
- 海外 CSP 大厂对未来的 capex 展望持续积极，证明 AI 算力的需求有望持续。Meta 预计 2025 全年的资本支出将在 600-650 亿美元之间，同比 2024 年同比增长超 50%；微软 FY25Q2 的 capex（包含融资租赁）约 226 亿美元，预计 Q3 和 Q4 的资本支出与 Q2 相近，且 FY26 资本支出将持续增长，增速将低于 FY25。AI 浪潮带动算力需求爆发，服务器、AI 芯片、光芯片、存储、PCB 板等环节价值量将大幅提升，建议关注高速 PCB 龙头沪电股份和深南电路、全球服务器 ODM 龙头工业富联、AI 芯片设计厂商寒武纪-U、国产处理器龙头海光信息、封装基板厂商兴森科技、内存接口芯片龙头澜起科技、聚辰股份等。GB300 系列有望标配超级电容器，建议关注在超级电容器布局深入的江海股份。
- 据市场调查机构 CounterPoint Research 发布最新报告，报告称 2024 年中国智能手机销量同比增长 1.5%。这是自 2018 年以来的首次增长。国补有望继续拉动手机等产品销量，持续看好被动元件、数字 SoC、射频、存储、封测、面板为代表的上游领域的复苏趋势。其中被动元件重点关注三环集团、顺络电子、洁美科技等，建议关注泰晶科技等；射频芯片推荐卓胜微，建议关注唯捷创芯等；存储价格触底回升，建议关注兆易创新和普冉股份；封测环节稼动率逐渐回升，建议关注通富微电、长电科技、甬矽电子等，未来也将受益 AI 芯片带动的先进封装需求爆发。
- 1 月 29 日，光刻巨头 ASML 发布 2024Q4 财报，单季度营收 92.6 亿欧元，超指引上限，其中设备系统收入 71 亿欧元，中国大陆占比 27%，环比下降 20pct，全年维度看中国大陆设备系统收入占比 41%，2024 国内集中备货光刻机。展望 2025，ASML 预计中国大陆需求将回归常态，占比维持 20%左右。2024 年光刻先行，同时国产设备先进工艺突破与验证持续推进；未来 3 年，我们认为“先进工艺扩产”将成为自主可控主线，建议关注北方华创、中微公司、中科飞测、拓荆科技、华海清科、精测电子、安集科技、广钢气体、鼎龙股份等；此外，CoWoS 及 HBM 卡位 AI 产业趋势，先进封装重要性凸显，建议关注精智达、芯源微、华峰测控、盛美上海、华海诚科等。
- 风险提示：行业景气度下滑，行业制造管理成本上升

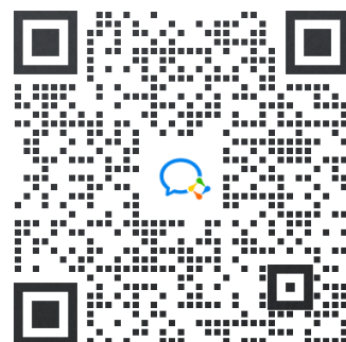
免责声明：

1. 本资料来源于网络公开渠道，版权归属版权方；
2. 本资料仅限会员学习使用，如他用请联系版权方；
3. 会员费用作为信息收集整理及运营之必须费用；
4. 如侵犯您的合法权益，请联系客服微信将及时删除



行业报告资源群

1. 进群福利：进群即领万份行业研究、管理方案及其他学习资源，直接打包下载
2. 每日分享：6份行研精选报告、3个行业主题
3. 报告查找：群里直接咨询，免费协助查找
4. 严禁广告：仅限行业报告交流，禁止一切无关信息



微信扫码，长期有效

更多AI工具可直接访问：<https://www.faxianai.com/>

Deepseek满血版入口：<https://www.faxianai.com/ai/6039.html>

知识星球 行业与管理资源

专业知识社群：每月分享8000+份行业研究报告、商业计划、市场研究、企业运营及咨询管理方案等，涵盖科技、金融、教育、互联网、房地产、生物制药、医疗健康等；已成为投资、产业研究、企业运营、价值传播等工作助手。



微信扫码，行研无忧

目录

一、 行情回顾.....	3
二、 子行业新闻	4
(一) 半导体.....	4
(二) AI、物联网、汽车电子.....	5
(三) 创新电子&智能穿戴	5
(四) 手机&5G	6
(五) LCD、LED.....	6
三、 行业投资策略、周观点	7
四、 风险提示.....	8

图目录

图 1、 本期（01.27）电子在所有板块中涨幅排名 30/31（申万分类）	3
--	---

表目录

表 1、 电子行业本期（01.27）主要指数表现回顾	3
表 2、 本期（01.27）电子行业上市公司涨幅前 5 &跌幅前 5 (股价和市值为 01.27 最新数据，申万分类)	4

一、行情回顾

1月27日（以下简称“本期”）市场整体下跌，沪深300指数下跌0.41%，上证综指下跌0.06%，深证成指下跌1.33%，创业板指数下跌2.73%，申万电子行业指数整体表现差于市场整体，下跌2.92%。在所有一级行业中排序30/31。电子行业全部476家上市公司中（不含B股），共有47家上涨，429家下跌，其中涨幅前五位分别为安凯微、日久光电、博通集成、久量股份和天津普林，跌幅前五位分别为协创数据、强达电路、普冉股份、奕东电子和瑞可达。

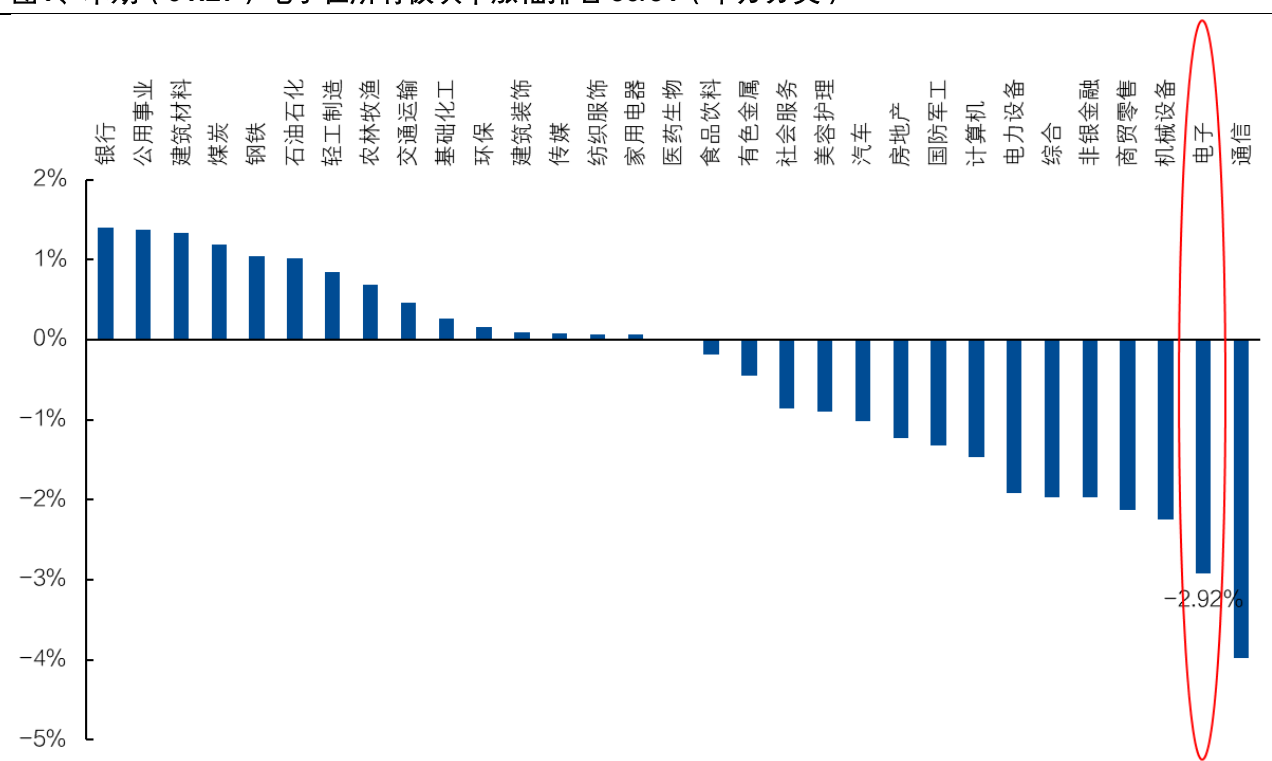
表1、电子行业本期（01.27）主要指数表现回顾

	电子（中信）	电子（申万）	沪深300	上证综指	深证成指	创业板指
本期	-2.71%	-2.92%	-0.41%	-0.06%	-1.33%	-2.73%
年初至今	-0.53%	-0.27%	-2.99%	-3.02%	-2.48%	-3.63%

数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：年初至今表示到本期最后一个交易日，即1月27日

图1、本期（01.27）电子在所有板块中涨幅排名30/31（申万分类）



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

表2、本期（01.27）电子行业上市公司涨幅前5 & 跌幅前5 (股价和市值为 01.27 最新数据，申万分类)

电子		沪深 300	
指数涨跌幅	-2.92%	-0.41%	

涨幅前五	涨跌幅 (%)	股价(元)	市值(亿元)	跌幅前五	涨跌幅 (%)	股价(元)	市值(亿元)
安凯微	10.53	12.49	48.96	协创数据	-14.58	91.28	223.87
日久光电	10.02	15.48	43.51	强达电路	-12.14	97.30	73.34
博通集成	10.00	40.47	60.88	普冉股份	-12.05	108.29	114.36
久量股份	7.68	26.23	41.97	奕东电子	-11.07	21.45	50.11
天津普林	5.89	20.50	50.40	瑞可达	-10.19	67.61	107.11

数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

二、子行业新闻

（一）半导体

（1）【机构：日本半导体设计全球份额仅 9%，将大力增加扶持力度】日本经济产业省正在积极支持国内的半导体设计行业，根据其 2024 年度的调查数据，日本在全球半导体设计市场中的份额仅为 9%，远低于美国的 51%。同时，在用于设计的 EDA 工具方面，日本的市场份额几乎为零，低于中国的 3%。因此，日本经济产业省决定通过 2024 年度补充预算和 2025 年度最初预算案确保了 1600 亿日元资金，以加强对半导体设计的扶持。（集微网）

（2）【特朗普欲对中国台湾半导体征税，美智库专家：得不偿失，自毁长城】美国总统特朗普计划对半导体征收全面关税的举措在业界引发广泛关注。美国专家埃泽尔对此发表观点，直言对中国台湾芯片征收 100% 关税不仅无法促使台湾半导体厂商迁至美国，反而可能导致美国产业因成本攀升而向外转移。（集微网）

（3）【ASML 发布 2024 年财报：业绩创纪录，展望 2025 年增长潜力】荷兰光刻设备巨头 ASML 于 2025 年 1 月 29 日发布了其 2024 年第四季度及全年的财报。根据财报数据，ASML 在 2024 年第四季度实现净销售额 93 亿欧元，毛利率达到 51.7%，净利润为 27 亿欧元。全年净销售额达到 283 亿欧元，毛利率为 51.3%，净利润为 76 亿欧元。ASML 对 2025 年的业绩持乐观态度，预计净销售额将在 300 亿至 350 亿欧元之间，毛利率介于 51% 至 53%。这一预期基于对市场需求的评估以及与客户周期性合作。傅恪礼指出，人工智能（AI）的发展是推动行

业增长的核心驱动力，部分客户已经从中受益，而其他企业则尚未完全释放潜力。如果 AI 需求保持强劲，ASML 有望实现营收预期区间的高位数。(电子工程专辑)

(4) 【美国准商务部长 Lutnick：将审查 520 亿美元《芯片法案》补贴】美国特朗普总统提名的负责管理 520 亿美元半导体补贴计划的机构领导人，拒绝给予其无条件的支持，这引发了业界关于美国向英特尔公司和台积电等公司发放资金的疑问。“我不能说我可以遵守我还没读过的东西，”特朗普提名的商务部长霍华德·卢特尼克（Howard Lutnick）在谈到具有约束力的《芯片法案》奖励时说。“只要资金已经支付，我会承诺严格执行那些公司签署的文件，以确保我们获得协议的好处。”尽管如此，卢特尼克还是表明了对该计划的整体承诺。他告诉参议员们，《芯片法案》是一项“极好的首付款”，并反复强调重振美国半导体制造的重要性。(集微网)

(二) AI、物联网、汽车电子

(1) 【中国 AI 新创 DeepSeek 挑战美国优势，白宫警钟：领先仅 3-6 个月】中国新创公司深度求索（DeepSeek）的生成式人工智能（AI）模型引发全球关注。据白宫 AI 与加密货币负责人塞克斯 28 日表示，尽管美国在 AI 领域仍然处于主导地位，但其领先中国的优势仅剩 3 至 6 个月。他警告，美国公司过去可能过于自满。(集微网)

(2) 【Meta2024 年四季度营收 483.9 亿美元，同比增长 21%】Meta 当地时间 1 月 29 日公布 2024 年第四季度及全年财报。2024 年第四季度和 2024 年全年营收分别为 483.9 亿美元和 1645.0 亿美元，同比分别增长 21%和 22%。预计 2025 年第一季度营收为 395 亿至 418 亿美元。预计 2025 年全年的资本支出将在 600-650 亿美元之间。Meta 创始人兼首席执行官马克·扎克伯格表示：“我们在人工智能、眼镜和社交媒体的未来方面继续取得良好进展。我很高兴看到这些努力在 2025 年进一步扩大”。(集微网)

(三) 创新电子&智能穿戴

(1) 【扎克伯格：眼镜设备是下一代计算平台，2025 是“决定性之年”】Meta Platforms 于美东时间 1 月 29 日美股盘后公布了 2024 年四季报。在随后召开的电话会中，扎克伯格表示着重讨论了 AI，尤其包括 Ray-Ban 眼镜。对于负责 Ray-Ban 智能眼镜和 Quest VR 头显等硬件产品的 Reality Labs，扎克伯格在电话会中

着重讨论了智能眼镜。其中，他认为 2025 年将是决定性的一年：“这将是一个决定性的年份，我们会看到（眼镜设备）是否能够走上一条通向数亿甚至数十亿用户的道路，并令其成为下一代计算平台”。（映维网）

（2）【扎克伯格：Ray-Ban 智能眼镜 2024 年销量 100 万+，目前没有对手】据 The Verge 报道，扎克伯格在日前一次全体员工大会中分享道，Ray-Ban Meta 在 2024 年的销量超 100 万+。展望未来，这位首席执行官暗示今年会有第三代产品，并且希望 2025 年的销量可以达到 500 万+的目标。（映维网）

（四）手机&5G

（1）【印度取消部分智能手机零部件进口关税】2 月 1 日消息，据路透社报道，印度财政部长尼尔马拉·西塔拉曼在今日发布的年度预算中宣布，印度已取消部分手机关键零部件的进口关税以推动该国本土生产，这将惠及苹果、小米等企业。（IT 之家）

（2）【机构：2024 年中国智能手机销量同比增长 1.5%】据市场调查机构 CounterPoint Research 发布最新报告，报告称 2024 年中国智能手机销量同比增长 1.5%。这是自 2018 年以来的首次增长。Counterpoint 副总监 Ethan Qi 表示：“智能手机市场在今年前三个季度出现反弹，每个季度均实现同比增长。然而，由于消费者消费行为变得谨慎，第四季度的增长势头开始放缓。”根据 Counterpoint 的中国智能手机周度销量追踪数据，2024 年中国智能手机销量同比增长 1.5%。但市场表现并不均衡，年初和年末都相对疲软，不及上年同期；不过，从第 5 周到第 36 周，销量普遍好于去年同期。（集微网）

（五）LCD、LED

（1）【TV 面板价扬 超大尺寸需求最旺】TrendForce 近日发布 2025 年元月下旬面板报价，TrendForce 研究副总范博毓表示，受偏光板缺货影响，加上中国大陆以旧换新政策延续，推升电视面板价格续涨，其中，75 英寸以上超大尺寸面板需求尤其旺。TrendForce 研究副总范博毓表示，去年中国大陆实施以旧换新政策以来，成功带动内需市场增长。因此再加码延续至 2025 年，推升电视备货需求稳定，其中超大尺寸面板需求更热络。面板厂的产能对应也都采尽量满足需求为主，农历新年将不会进行岁修控产。（集微网）

（2）【2024 年全球 AMOLED 手机面板出货量排名出炉：中国厂商份额近五成】

据 CINNO Research 统计数据显示，2024 年全球市场 AMOLED 智能手机面板出货量约 8.8 亿片，同比增长 27.0%，创历史新高。分地区来看，2024 年全球 AMOLED 智能手机面板市场韩国地区占据了 50.8% 的份额；而国内厂商出货份额 49.2%，接近五成，同比增加 6.0 个百分点。这一变化反映了国内厂商在全球 AMOLED 智能手机面板市场上的影响力不断增强。（集微网）

三、行业投资策略、周观点

Deepseek 以极低的训练成本，实现了媲美全球顶尖模型的性能，引发全球热议，并且日活高速增长，我们认为，训练、推理成本的降低，有望推动 AI 应用的繁荣。Meta 的业绩会表示，高度智能化和个性化的 AI 助手用户有望突破 10 亿，并且 2025 年是 AI 眼镜关键的一年，暗示第三代产品销量有望达到 500 万+的目标。端侧 AI 潜力巨大，耳机和眼镜有望成为端侧 AI Agent 的重要载体，关注歌尔股份、漫步者、天键股份、国光电器、恒玄科技、炬芯科技、中科蓝讯等。持续看好苹果在 AI Phone 的引领趋势，随着 AI 进入更多地区，以及更智能的 Siri 推出，有望迎来一轮超级换机周期，有价值量增加的环节弹性巨大，推荐软硬板龙头鹏鼎控股，组装厂立讯精密，建议关注蓝思科技、水晶光电、东山精密、领益智造、珠海冠宇等。

海外 CSP 大厂对未来的 capex 展望持续积极，证明 AI 算力的需求有望持续。Meta 预计 2025 全年的资本支出将在 600-650 亿美元之间，同比 2024 年同比增长超 50%；微软 FY25Q2 的 capex（包含融资租赁）约 226 亿美元，预计 Q3 和 Q4 的资本支出与 Q2 相近，且 FY26 资本支出将持续增长，增速将低于 FY25。AI 浪潮带动算力需求爆发，服务器、AI 芯片、光芯片、存储、PCB 板等环节价值量将大幅提升，建议关注高速 PCB 龙头沪电股份和深南电路、全球服务器 ODM 龙头工业富联、AI 芯片设计厂商寒武纪-U、国产处理器龙头海光信息、封装基板厂商兴森科技、内存接口芯片龙头澜起科技、聚辰股份等。GB300 系列有望标配超级电容器，建议关注在超级电容器布局深入的江海股份。

据市场调查机构 CounterPoint Research 发布最新报告，报告称 2024 年中国智能手机销量同比增长 1.5%。这是自 2018 年以来的首次增长。国补有望继续拉动手机等产品销量，持续看好被动元件、数字 SoC、射频、存储、封测、面板为代表的上游领域的复苏趋势。其中被动元件重点关注三环集团、顺络电子、洁美科技等，建议关注泰晶科技等；射频芯片推荐卓胜微，建议关注唯捷创芯等；存储价格触底回升，建议关注兆易创新和普冉股份；封测环节稼动率逐渐回升，建议

关注通富微电、长电科技、甬矽电子等，未来也将受益 AI 芯片带动的先进封装需求爆发。

1 月 29 日，光刻巨头 ASML 发布 2024Q4 财报，单季度营收 92.6 亿欧元，超指引上限，其中设备系统收入 71 亿欧元，中国大陆占比 27%，环比下降 20pct，全年维度看中国大陆设备系统收入占比 41%，2024 国内集中备货光刻机。展望 2025，ASML 预计中国大陆需求将回归常态，占比维持 20%左右。2024 年光刻先行，同时国产设备先进工艺突破与验证持续推进；未来 3 年，我们认为“先进工艺扩产”将成为自主可控主线，建议关注北方华创、中微公司、中科飞测、拓荆科技、华海清科、精测电子、安集科技、广钢气体、鼎龙股份等；此外，CoWoS 及 HBM 卡位 AI 产业趋势，先进封装重要性凸显，建议关注精智达、芯源微、华峰测控、盛美上海、华海诚科等。

四、风险提示

1、行业景气度下滑。2、行业制造管理成本上升。

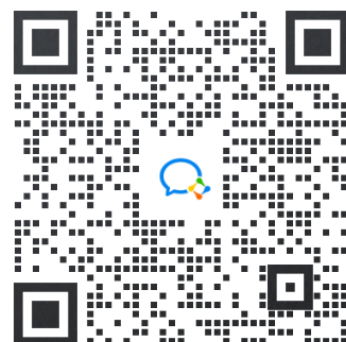
免责声明：

1. 本资料来源于网络公开渠道，版权归属版权方；
2. 本资料仅限会员学习使用，如他用请联系版权方；
3. 会员费用作为信息收集整理及运营之必须费用；
4. 如侵犯您的合法权益，请联系客服微信将及时删除



行业报告资源群

1. 进群福利：进群即领万份行业研究、管理方案及其他学习资源，直接打包下载
2. 每日分享：6份行研精选报告、3个行业主题
3. 报告查找：群里直接咨询，免费协助查找
4. 严禁广告：仅限行业报告交流，禁止一切无关信息



微信扫码，长期有效

知识星球 行业与管理资源

专业知识社群：每月分享8000+份行业研究报告、商业计划、市场研究、企业运营及咨询管理方案等，涵盖科技、金融、教育、互联网、房地产、生物制药、医疗健康等；已成为投资、产业研究、企业运营、价值传播等工作助手。



微信扫码，行研无忧

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

本公司为中微公司(688012)、澜起科技(688008)、寒武纪(688256)、盛美上海(688082)、海光信息(688041)做市商。但上述持仓不曾、不会、不会对研究业务的独立性、客观性产生影响。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn