



禾盛新材 (002290.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

家电材料基石稳固，AI 算力开启第二增长曲线

投资逻辑：

- **家电用外观复合材料龙头，积极布局 AI 算力第二成长曲线。** 公司深耕家电用外观复合材料领域二十余年，产能与规模行业领先，与海内外诸多家电品牌合作关系稳定。行业需求回暖叠加智能化产线升级，公司主业有望实现收入稳健增长与利润率改善，为 AI 转型提供利润与现金流基石。26 年 2 月 5 日公司完成控制权变更，控股股东变更为摩尔智芯，实控人变更为谢海闻，有助于在芯片与算力领域整合资源，推动 AI 战略落地。在主业基石稳固的前提下，公司顺应人工智能算力需求爆发的产业趋势，于 24 年 3 月投资成立海曦技术，注册资本 2,000 万元整，公司持股 60%；于 25 年 8 月签署对外投资暨签署增资协议，拟以 2.5 亿元人民币向熠知电子增资，投资完成后持有熠知电子 10% 股权，围绕算力服务器与大模型一体机+CPU 芯片+产业资源整合多点切入，积极布局 AI 算力第二成长曲线。
- **Agent 驱动 CPU 密集型任务井喷，国产 AI CPU 迎来需求拐点。** Agentic AI 推动大模型从单次生成工具向自主任务执行系统演进，多线程推理、任务调度与持续计算需求显著提升，CPU 密集型任务随之井喷。在此背景下，熠知电子作为国内 AI CPU 重要参与者，有望受益于 AI CPU 需求加速释放。熠知电子最新推出的第三代 AI CPU 产品 TF9000 在性能层面已对标英伟达 Grace，商业化与生态验证进展顺利，在售芯片已获得多家互联网、运营商及金融客户认可。
- **多产品线协同推进，“芯片+一体机”带动海曦逐步放量。** 以 DeepSeek 为代表的大模型应用加速私有化部署需求释放，“开箱即用”的一体机在政务、金融、医疗、教育等行业加快渗透，市场有望进入规模化阶段。海曦技术已陆续斩获订单，如 2024 年 11 月与途耀信息签署两年内交付 800 台一体机的框架协议。同时，公司已开发基于熠知电子 CPU 的 DeepSeek 一体机方案，协同效应逐步显现并推进客户导入。

盈利预测、估值和评级

- 我们预测，2025/2026/2027 年公司实现营业收入 27.71/32.22/36.83 亿元，同比+9.7%/+16.3%/+14.3%；归母净利润分别为 1.66/2.86/3.68 亿元，同比+69.2%/72.5%/28.8%，采用市销率法，给予公司 2026 年 7 倍 PS 估值，目标价 91.12 元，给予“买入”评级。

风险提示

- AI 业务拓展不及预期的风险，原材料价格波动风险，汇率利率波动风险，家电行业景气度不及预期的风险。

计算机组

分析师：刘高畅 (执业 S1130525120005)

liugaochang@gjzq.com.cn

分析师：陈芷婧 (执业 S1130525120008)

chenzhijing@gjzq.com.cn

分析师：鲍淑娴 (执业 S1130526020002)

baoshuxian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：64.14 元

目标价 (人民币)：91.12 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,340	2,526	2,771	3,222	3,683
营业收入增长率	9.71%	7.93%	9.69%	16.30%	14.30%
归母净利润(百万元)	83	98	166	286	368
归母净利润增长率	25.54%	18.29%	69.25%	72.52%	28.77%
摊薄每股收益(元)	0.334	0.395	0.668	1.152	1.484
每股经营性现金流净额	0.96	0.80	0.48	1.46	1.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.72%	12.17%	17.08%	22.76%	22.66%
P/S	1.38	1.68	5.74	4.94	4.32
P/B	4.57	5.27	11.69	9.03	6.98

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、禾盛新材：家电用外观复合材料龙头，积极布局 AI 算力第二成长曲线	3
1.1 家电材料主业：深耕家电用外观复合材料领域二十余年，产能与规模行业领先	3
1.2 股权结构：控制权变更，摩尔智芯入主	3
1.3 AI 业务第二曲线：投资成立海曦技术、战略增资熠知电子，“芯片+服务器/一体机”协同加速	4
1.4 财务分析：主业稳健经营，系公司 AI 转型的利润与现金流基石	5
二、Agent 带来 CPU 密集型任务井喷，熠知电子新一代 AI CPU 性能对标英伟达 Grace	6
2.1 Agent 工作负载引发 CPU 密集型任务井喷，CPU 或成为制约新瓶颈	6
2.2 熠知作为国内 AI CPU 重要参与者，将受益于 CPU 需求井喷大趋势	8
三、多产品线协同布局下，海曦一体机有望迎来逐步放量	8
四、盈利预测与投资建议	10
4.1 盈利预测	10
4.2 投资建议及估值	11
五、风险提示	12

图表目录

图表 1：PCM 及 VCM 应用案例	3
图表 2：股份转让前后相关方持股比例	4
图表 3：海曦技术、熠知电子业务简介及核心财务指标	4
图表 4：行业需求回暖背景下公司营收稳健增长	5
图表 5：盈利能力改善，25 年前三季度净利润增长 68%	5
图表 6：公司主业利润率显著好转	5
图表 7：公司收入以家电用复合材料为主（25H1 数据）	5
图表 8：三费率控制良好，研发费率略有提升	6
图表 9：历史现金流表现优异	6
图表 10：Agentic AI 工作负载系统级特征刻画，CPU 密集型环节较多	7
图表 11：五个代表性 Agentic AI 工作负载特征	7
图表 12：五个 Agentic AI 工作负载的端到端运行时间：CPU 上的工具处理显著影响执行延迟	7
图表 13：熠知电子三代产品介绍	8
图表 14：熠知电子 TF7000 系列高性能核心处理器芯片参数展示	8
图表 15：海曦技术主要业务介绍	9
图表 16：海曦技术 DeepSeek 一体机解决方案（以 ARM 版为例）	10
图表 17：盈利预测：主业利润率改善、AI 业务放量，归母净利润实现较快增长	11
图表 18：可比公司 26 年 PS 中位数约为 7X	12



一、禾盛新材：家电用外观复合材料龙头，积极布局 AI 算力第二成长曲线

1.1 家电材料主业：深耕家电用外观复合材料领域二十余年，产能与规模行业领先

公司创建于 2002 年，已在家电用复合材料行业深耕二十余年。公司主营业务为家电用外观复合材料（PCM/VCM/PPM）的研发、生产及销售。截至 25 年中报，公司拥有四条 PCM/VCM 生产线、一条智能化复合材料生产线及一条 3D 打印生产线，在产能和规模方面均处于行业领先地位。凭借良好的产品品质、先进的生产工艺、深厚的技术储备、多样化的产品类型，公司成功与三星、LG、松下、博西华、美的、三菱等国内外诸多知名家电品牌建立长期稳定的合作关系，市场占有率较高。

- **PCM:** 公司生产的 PCM 具有良好的柔性塑形加工能力，可批量用于冰箱门板，侧板，后背板，洗衣机箱体，热水器外桶和微波炉外壳等家用电器的装饰，能满足家用电器使用环境和使用寿命的要求；
- **VCM:** 公司生产的 VCM 表面纹样色彩丰富、光泽度好、质地坚实，不易变形、耐腐蚀、耐油渍、方便擦洗，装饰效果好；
- **3D 打印:** 公司的 3D 打印产品具有强大的个性化定制能力，纹理多样细密、渐变色彩自然流畅、图案立体效果好，能够丰富用户的感官体验，满足客户高端定制需求。

行业需求回暖叠加公司智能化产线升级，公司主业有望实现收入稳健增长与利润率好转。在家电以旧换新政策持续推进、白电智能化与外观高端化升级的行业趋势下，家电外观复合材料作为直接绑定白电销量与产品结构升级的核心材料环节，需求确定性持续增强。根据公司 25 年中报，全国范围内持续推进的家电以旧换新补贴政策显著激活了存量市场，空调、冰箱等季节性刚需产品迎来需求高峰，2025 年三批补贴资金累计 2,310 亿元，带动家电销售额超 1.6 万亿元。与此同时，公司合肥智能化复合材料生产线逐步放量，生产效率提升与成本结构改善开始显现，合肥禾盛智能化复合材料生产线投产后，2024 年实现营收 12.9 亿元、净利润 4,921.50 万元；且带动毛利率水平自 2025 年起明显修复，25H1 公司家电复材材料业务毛利率同比提升 4.93pct 至 15.03%。

图表 1: PCM 及 VCM 应用案例

	产品特征	应用案例										
PCM	<p>预涂板 (PCM) 相对于覆膜板 (VCM) 而言，色彩较为单一，价格也更为便宜，一般用于冰箱、洗衣机、空调的侧板等。</p>	<table border="1"> <thead> <tr> <th>产品</th> <th>微波炉侧板</th> <th>面包机面板</th> <th>冰箱侧板</th> <th>空调外机面板</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>图示</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	产品	微波炉侧板	面包机面板	冰箱侧板	空调外机面板	图示				
产品	微波炉侧板	面包机面板	冰箱侧板	空调外机面板								
图示												
VCM	<p>覆膜板 (VCM) 相对于预涂板 (PCM) 而言，表面色彩更艳丽，更平整光滑，价格也更贵，一般用在冰箱、空调的面板或者高档酒柜的侧板，以及各类小家电的面板，产品用途对于膜的要求较高。</p>	<table border="1"> <thead> <tr> <th>产品</th> <th>冰箱面板</th> <th>热水器外壳</th> <th>饮水机面板</th> <th>电磁灶面板</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>图示</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	产品	冰箱面板	热水器外壳	饮水机面板	电磁灶面板	图示				
产品	冰箱面板	热水器外壳	饮水机面板	电磁灶面板								
图示												

来源：拾比佰招股说明书，国金证券研究所

在主业基石稳固的前提下，公司顺应人工智能算力需求爆发的产业趋势，围绕算力服务器与大模型一体机+CPU 芯片+产业资源整合多点切入，积极布局 AI 算力第二成长曲线。2024 年 3 月，公司与上海超盘企业管理合伙企业（有限合伙）共同投资成立上海海曦技术有限公司，海曦技术产品包括面向智算中心的服务器、人工智能一体机、人工智能模型、人工智能数据中台以及人工智能相关云服务等；2025 年 8 月，公司拟以自有资金或自筹资金 25,000 万元人民币向熠知电子增资，本次投资完成后，公司持有熠知电子 10% 股权，熠知电子定位高端服务器处理器芯片设计公司，已累计完成 3 代处理器芯片的设计。

1.2 股权结构：控制权变更，摩尔智芯入主

26 年 2 月控制权完成变更，控股股东变更为摩尔智芯，实际控制人变更为谢海闻先生。25 年 11 月，公司发布关于公司股东签署股份转让协议暨控制权拟发生变更的提示性公



告，公司控股股东、实际控制人赵东明先生及其一致行动人蒋学元先生、公司股东上海泓垣盛于 2025 年 11 月 20 日签署了《关于苏州禾盛新型材料股份有限公司之股份转让协议》。赵东明先生、蒋学元先生、上海泓垣盛拟以协议转让的方式向上海摩尔智芯信息科技合伙企业（有限合伙）转让其持有的禾盛新材 44,660,220 股股份（占公司总股本的 18.00%）。本次交易完成后，摩尔智芯持有禾盛新材 18.00% 的股份，赵东明先生及其一致行动人持有 13.72% 的股份。26 年 2 月 4 日，公司发布股东协议转让公司股份完成过户登记暨控制权发生变更公告，控制权正式完成变更。

摩尔智芯入主有助于加速公司 AI 业务战略的推进。摩尔智芯成立于 2025 年 8 月，经营范围包括人工智能公共数据平台、人工智能公共服务平台技术咨询服务、软件开发、集成电路芯片设计及服务、集成电路芯片及产品制造等；谢海闻先生曾担任同创九鼎投资副总裁、董事会主席助理，慧博云通董事，正帆科技董事，北京闪创科技有限公司执行董事、经理兼董事，2015 年 1 月至今，担任北京友财投资管理有限公司董事长。摩尔智芯入主，有助于公司在芯片及算力领域整合资源，推动 AI 业务战略落地与拓展。

图表2：股份转让前后相关方持股比例

股东名称	本次过户完成前		本次过户完成后		
	持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例	表决权比例
赵东明	48,984,550	19.74%	28,673,317	11.56%	5.56%
蒋学元	4,500,000	1.81%	-	-	-
赵茜菁	3,800,000	1.53%	3,800,000	1.53%	1.53%
和兴昌商贸	1,523,616	0.61%	1,523,616	0.61%	0.61%
赵福明	36,000	0.01%	36,000	0.01%	0.01%
赵东明及其一致行动人	58,844,166	23.72%	34,032,933	13.72%	7.72%
上海泓垣盛	51,429,633	20.73%	-	-	-
卢大光	-	-	31,580,646	12.73%	12.73%
摩尔智芯	-	-	44,660,220	18.00%	18.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 AI 业务第二曲线：投资成立海曦技术、战略增资熠知电子，“芯片+服务器/一体机”协同加速

公司围绕算力服务器与大模型一体机+CPU 芯片多点切入，“芯片+服务器/一体机”协同布局。

- **海曦技术**：2024 年 3 月，公司与上海超盘企业管理合伙企业（有限合伙）共同投资成立上海海曦技术有限公司，注册资本 2,000 万元整，公司持股 60%；海曦技术产品包括面向智算中心的服务器、人工智能一体机、人工智能模型、人工智能数据中台以及人工智能相关云服务等。海曦技术自 2024 年中报起并表。
- **熠知电子**：2025 年 8 月，公司拟以自有资金或自筹资金 25,000 万元人民币向熠知电子增资，本次投资完成后，公司持有熠知电子 10% 股权，熠知电子定位高端服务器处理器芯片设计公司，已累计完成 3 代处理器芯片的设计。

图表3：海曦技术、熠知电子业务简介及核心财务指标

子公司	核心业务/产品	主要业务/财务情况
海曦技术	产品包括面向智算中心的服务器、人工智能一体机、人工智能模型、人工智能数据中台以及人工智能相关云服务等。海曦技术建有完善的售后服务体系，能够为客户提供全面的智算中心解决方案。主要研发人员来自微软、AMD、S3 Graphic、寒武纪等知名企业。	24 年 11 月，海曦技术与途耀信息就 2 年内交付 800 台大模型一体机达成采购框架协议。 25H1 实现营业收入 177.87 万元，实现净利润-487.52 万元。



定位高端服务器处理器芯片设计公司，累计完成 3 代处理器芯片的设计，目前针对不同的应用场景已经推出了三大系列产品，包括一代 TF16000 系列融合处理器及服务器、二代 TF7000 系列融合处理器及相应板卡、三代 TF9000 系列融合处理器及板卡产品。

目前在售芯片已获得知名互联网公司、运营商、金融企业等终端客户的广泛认可，产品竞争力较强。

25H1 实现营业收入 3,111.38 万元，实现净利润-3,788.95 万元。

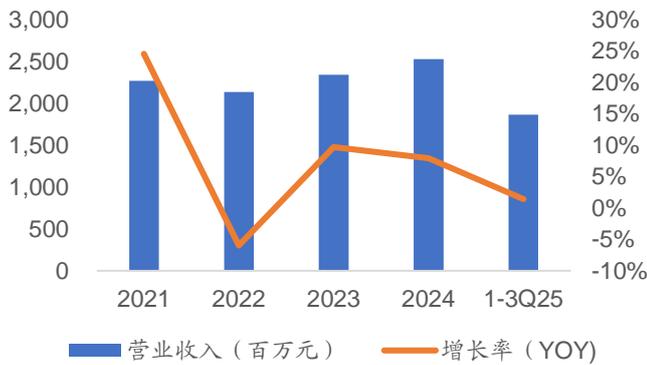
来源：公司公告，海曦技术公司公众号，国金证券研究所

1.4 财务分析：主业稳健经营，系公司 AI 转型的利润与现金流基石

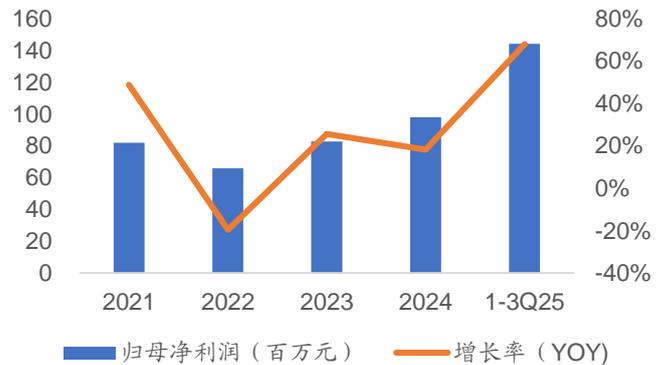
营收稳健增长，盈利能力显著改善。

- 收入端，在以旧换新、绿色智能家电下乡政策的引导下，家电产品的销售量大幅增长，也带动了上下游相关产业的协同发展，行业需求整体回暖，23 年-25 年前三季度同比实现稳健增长。
- 利润端，公司今年来加强供应链管理，公司产品毛利率增长带动整体盈利能力显著改善，25 年前三季度公司归母净利润同比增长 68%。根据公司发布的 2025 年度业绩预告，预计公司 25 年全年实现归母净利润 1.52 亿元至 1.71 亿元，同比增长 55%至 75%，实现扣非归母净利润 1.52 亿元至 1.71 亿元，同比增长 52.82%至 72.55%。

图表4：行业需求回暖背景下公司营收稳健增长



图表5：盈利能力改善，25 年前三季度净利润增长 68%

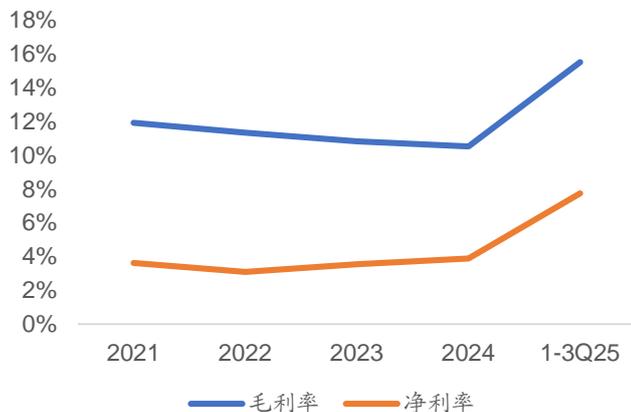


来源：iFind，国金证券研究所

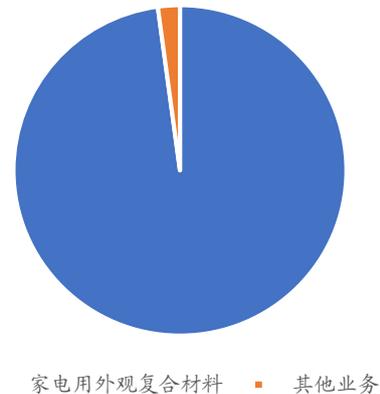
来源：iFind，国金证券研究所

主业利润率显著好转。3Q25 公司毛利率与净利率均有大幅改善，其中毛利率同比提升 4.9pct 至 15.51%，净利率同比提升 3.07pct 至 7.74%。公司主业利润率显著好转，我们考虑一方面是因公司持续优化供应商管理体系，强化供应链协同效应，提升原材料采购效率，带动公司产品毛利率提升；另一方面是因公司智能化复合材料生产线逐步放量，生产效率提升与成本结构改善开始显现。

图表6：公司主业利润率显著好转



图表7：公司收入以家电用复合材料为主 (25H1 数据)



来源：iFind，国金证券研究所

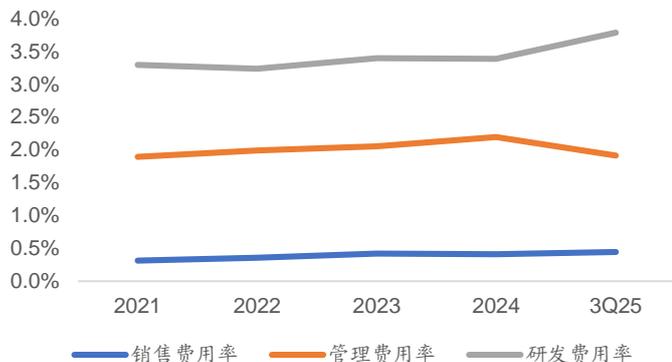
来源：iFind，国金证券研究所



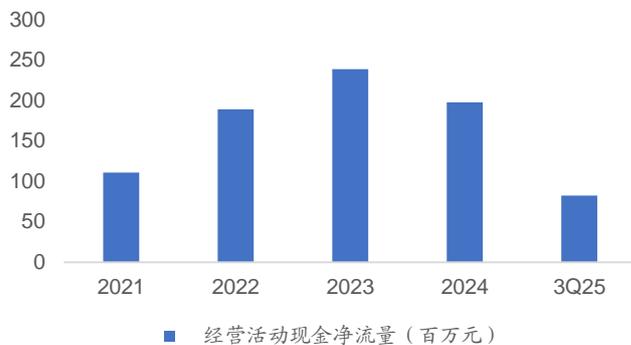
期间费用率管控良好且处在较低水平，转型背景下研发费率略有提升。公司通过精细化管理与产销协同，销售、管理、研发费用率保持稳定且偏低，25 年研发费用率有所提升，我们考虑一方面是公司围绕 PCM/VCM 产品进行升级，以满足客户需求，另一方面是公司适度增加对 AI 业务的转型投入。

历史现金流表现优异。公司历史上现金流状况较为稳健，经营现金流连续多年为正，为公司 AI 等新业务转型提供了坚实的资金安全垫。

图表8: 三费率控制良好，研发费率略有提升



图表9: 历史现金流表现优异



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

二、Agent 带来 CPU 密集型任务井喷，燧知电子新一代 AI CPU 性能对标英伟达 Grace

在 AI 算力需求持续超预期的背景下，服务器 CPU 或正进入一轮由“Agent 需求扩张+供给约束+成本抬升”共同驱动的结构性价涨周期。需求端来看，Agent 架构的兴起正在推动 AI 工作负载结构由单一模型推理向系统级计算演进，并显著抬升 CPU 侧算力需求。供给端方面，先进制程与先进封装产能持续向 GPU、HBM 等高毛利产品倾斜，CPU 可获得的高端产能受限。成本端则体现为晶圆制造、先进封装及内存相关成本系统性上行，推动单颗 CPU 成本中枢抬升。

自 25Q4 起，部分 CPU 大厂已步入涨价周期。25 年 10 月，据外媒 TrendForce 报道，英特尔公司正计划对其第 13 代 Raptor Lake 和第 14 代 Raptor Lake Refresh 处理器进行价格调整，涨幅最高可达 10%；26 年 1 月，据外媒 Wccftch 报道，AMD 和英特尔今年各自的服务器 CPU 库存均已售罄，大部分需求来自超大规模企业，他们希望将最新的服务器 CPU 集成到现有机架架构中，这也是过去几个季度需求显著增长的原因。因此，据称 AMD 和英特尔都计划将服务器 CPU 价格提高多达 15%，以确保供应保持稳定。

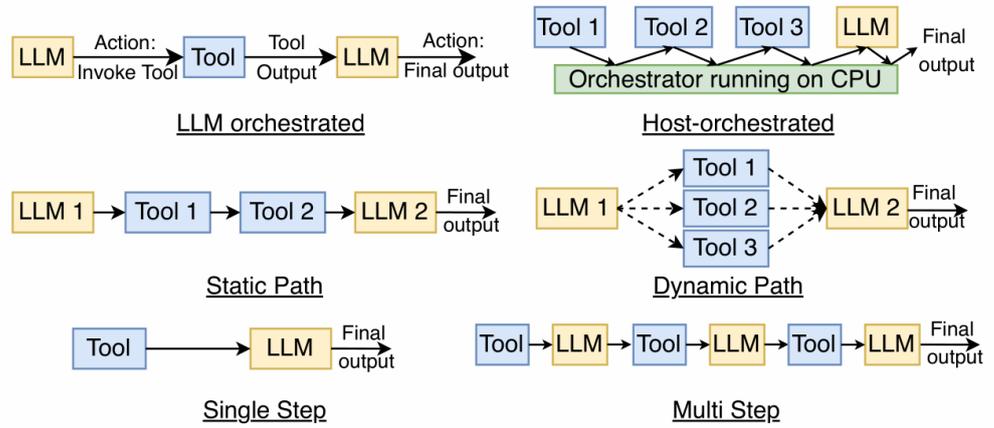
2.1 Agent 工作负载引发 CPU 密集型任务井喷，CPU 或成为制约新瓶颈

Agentic AI 的发展使大模型从单次生成工具转向自主任务执行系统。Agentic AI 框架在传统单体大模型基础上，引入集成外部工具的决策编排器，通过统一调度网页搜索、Python 解释器、上下文数据库等工具模块，使大模型从被动的单次文本生成引擎，演进为能够进行任务规划、工具调用、状态记忆与动态调整的自主问题求解系统。即基于工具的 Agent 将语言模型与外部工具和 API 结合起来，以规划任务、执行操作并将结果反馈回闭环系统，使其能够实现超越单次文本生成的目标导向行为。

Agentic AI 推动工作负载向 CPU 密集型方向演进。以往针对 AI 效率的研究主要集中在 GPU 核心计算和 KV-cache 调度上，而 Agentic AI 的执行流程中引入了大量以 CPU 为中心的工具，例如 Python 或 Bash 脚本执行、网页搜索、URL 抓取、词汇摘要以及大型数据库的精确最近邻搜索 (ENNS) 等。一项最新研究表明，在一个 200 GB 文档语料库上运行 LLama-3-70B 模型进行 RAG 生成任务时，ENNS 占据了端到端延迟的 75% 以上。另一项研究指出，大规模检索可能成为 SLM 流水线 and 高质量检索的显著瓶颈。



图10: Agentic AI 工作负载系统级特征刻画, CPU 密集型环节较多



来源:《A CPU-CENTRIC PERSPECTIVE ON AGENTIC AI》, 国金证券研究所 (图中为论文提出的对于 Agentic AI 的系统级特征刻画, 引入三类基础且相互独立的分类维度: 1、基于编译器 (orchestrator-based), 包括 LLM 和主机; 2、Agentic 流程/重复性: 单步、少步、多步; 3、Agentic 路径: 静态与动态)

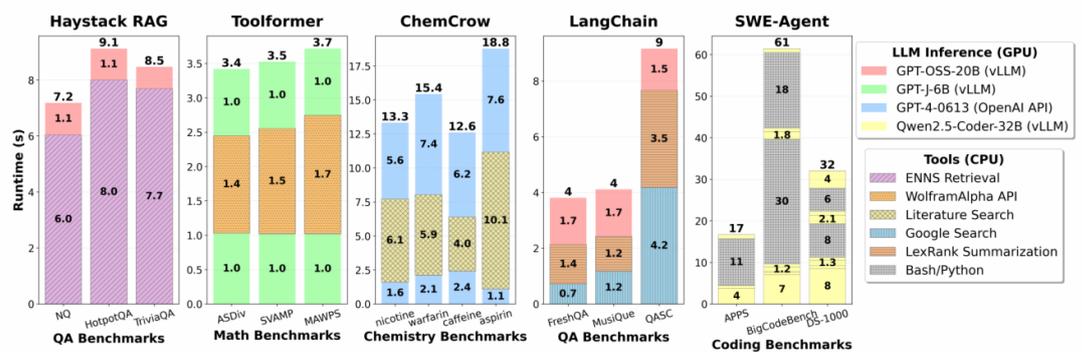
在 Agentic AI 工作负载中, CPU 是影响系统性能、吞吐量与能效的关键瓶颈。根据《A CPU-CENTRIC PERSPECTIVE ON AGENTIC AI》, 论文中选取了五个具有代表性的 Agentic AI 工作负载: Haystack RAG、Toolformer、ChemCrow、Langchain 和 SWE-Agent 来分析其延迟、吞吐量和能耗指标, 得出结论: 1) CPU 上的工具处理耗时可占总延迟的 90.6%; 2) 智能代理的吞吐量瓶颈可能源于 CPU 因素 (缓存一致性、同步和核心过载) 或 GPU 因素 (主存容量与带宽); 3) 在大批次处理时, CPU 动态能耗可占总动态能耗的 44%。

图11: 五个代表性 Agentic AI 工作负载特征

Agentic Workload	Basis of characterization			Tools	Application
	Orchestrator	Path	Flow		
Toolformer (Schick et al., 2023)	LLM	Dynamic	Single-step	Wikipedia Search, Calculator API, Machine Translation System, LLM-based QA, Calendar	QA, MLQA, Math
SWE-Agent (Yang et al., 2024)	LLM	Dynamic	Multi-step	File I/O, Bash/Python Execution	SDE, data analysis
Haystack (Deepset-Ai)	Host	Static	Single-step	Web search, Document Retrieval	QA
ChemCrow (Bran et al., 2023)	LLM	Dynamic	Multi-step	Literature Search (Arxiv/Pubmed), Molecular tools, Chemical Reaction Tools	Chemistry Research Assistant
Langchain (Mavroudis, 2024)	Host	Static	Single-step	Web search, summarizer, Python code generator/interpreter	QA, Math, DevOps, Summarization

来源:《A CPU-CENTRIC PERSPECTIVE ON AGENTIC AI》, 国金证券研究所

图12: 五个 Agentic AI 工作负载的端到端运行时间: CPU 上的工具处理显著影响执行延迟



来源:《A CPU-CENTRIC PERSPECTIVE ON AGENTIC AI》, 国金证券研究所



2.2 燧知作为国内 AI CPU 重要参与者，将受益于 CPU 需求井喷大趋势

第三代燧知 AI CPU TF9000 系列产品发布。1 月 16 日，在上海市工商联人工智能专委会“模芯筑基，数智未来”主题活动上，第三代燧知 AI CPU TF9000 系列产品发布。燧知电子创始人，CEO 徐如湜透露，该系列产品与英伟达 Grace 系列 CPU 对标，实现了核心性能 30% 的提升、成本降低 30%，以及内存带宽、PCIe 5.0 带宽和内存总容量分别提升了 200%、100% 和 300%。

代际跃迁，第三代 AI CPU 产品性能对标英伟达 Grace。燧知电子原有产品线包括一代 TF16000 系列融合处理器及服务器（应用场景主要为视觉 AI，边缘计算）、二代 TF7000 系列融合处理器及相应板卡（应用场景主要为 AI、云计算、物联网、信息服务等），第三代 TF9000 系列融合处理器及板卡产品基于 ARM V9 CPU 架构和 TFMX NPU 架构，主力优化于通用云计算，大模型一体化等 AI 智算领域，是一款具有高性能、超高性价比的算力芯片。

燧知电子商业与生态验证充分。燧知电子目前在售芯片已获得知名互联网公司、运营商、金融企业等终端客户的广泛认可，产品竞争力较强。燧知电子系国内少数已商业落地 ARM 服务器处理器芯片公司，燧知 TF7000 系列实测性能达到国内先进水平，可同时覆盖人工智能、云计算、边缘计算多场景。同时，燧知电子已与国内多个知名 GPU 研发企业完成产品适配，在算力服务器、大模型一体机方面建立了稳固合作关系。

图表 13: 燧知电子三代产品介绍

产品类型	CPU 架构	NPU 架构	产品特征	应用场景
9000 系列融合处理器及板卡【新发布】	ARM V9	TFMX	拟推出的第三代 CPU+NPU 混合算力芯片，主力优化于通用云计算，大模型一体化等 AI 智算领域。是一款具有高性能、超高性价比的算力芯片。	互联网，游戏，大模型一体机，工厂智能化等
7000 系列融合处理器及板卡【在售】	ARM V8.2	TFACC2.0	内置多个处理器核心，集成通用的高性能外设接口，拥有完善的软硬件生态环境和完备的系统安全机制，适用于数据计算和事务处理等通用型应用。	AI、云计算、物联网、信息服务等
异构 AI 处理器及硬件【在售】	ARM V8	TFACC1.0	依托燧知电子自研的高性能 ManyCore™ 深度学习运算加速引擎和高性能 CPU，能够以优异的功耗表现从容应对复杂的运算任务。	视觉 AI，边缘计算

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 14: 燧知电子 TF7000 系列高性能核心处理器芯片参数展示



TF7000 系列高性能核心处理器芯片

专为云/边计算场景设计，支持各种主流 Linux 操作系统及虚拟化方案。

- 40核/80核 ARMv8.2 64bit CPU@2.5~3.0GHz
- 内置基于 ManyCore 计算架构的推理加速 NPU
- 4路/8路 DDR4@3200 / DDR5@4800 内存通道，支持 1DCP/2DCP
- 64/96 Lane PCIe 4.0 总线
- 64/128路 1080P@30FPS H.264/H.265 视频硬件解码
- 10/20路 1080P@30FPS H.264/H.265 视频硬件编码
- 支持多至 4 路 NUMA 互联

来源：燧知电子公司官网，国金证券研究所

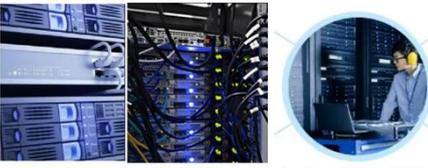
三、多产品线协同布局下，海曦一体机有望迎来逐步放量

海曦技术成立于 2024 年 3 月，以国产化人工智能芯片为基础，是从事人工智能领域相关软硬件设计、研发、销售和运维业务的综合性高科技企业。产品包括面向智算中心的服务器、人工智能一体机、人工智能模型、人工智能数据中台以及人工智能相关云服务等。主要研发人员来自微软、AMD、S3 Graphic、寒武纪等知名企业。与复旦大学、华中科技大



学等著名高校建立良好的合作关系。

图表15: 海曦技术主要业务介绍

<h3 style="text-align: center;">服务器</h3>  <p>信创服务H30-2130/3230</p> <p>信创服务H30-3240/3330</p>	<h3 style="text-align: center;">一体机</h3>  <p>政务一体机 童邦心理测试一体机 绘声绘色AI绘图一体机</p>
<h3 style="text-align: center;">AIDC运营服务</h3>  <p>AIDC改造 设备交付 服务器和网络基础硬件运维</p>	<h3 style="text-align: center;">增值服务</h3>  <p>AI绘图 数字人</p> <p>AI生成PPT背景</p>

来源：海曦技术官方公众号，国金证券研究所

AI应用，26年从“选修”到“必修”，一体机规模放量可期。算力ROI正面临市场审视，应用落地成为基础设施后的“必经之路”。据云头条数据，OpenAI 2025年前三季度收入43.3亿美元，而推理支出高达86.5亿美元。硬件筑基的终局在于应用，唯有应用的大规模落地才能承接庞大算力并补齐商业闭环。DeepSeek为例带动的本地化私有部署与“开箱即用”一体机形态在政务、金融、医疗、教育等多行业加速渗透，一体机有望迎来规模化放量。

海曦一体机产品已完成关键产品与客户验证。25年2月，海曦技术新推三款一体机，新增对沐曦推理卡的支持，并且推出两款单机即可跑满血版DeepSeek的一体机，在熠知CPU、NPU（CPU自带）、GPU多个处理单元协同作用下，充分复用机载内存，实现离散存储，协同计算，一台机器即可实现运行DeepSeek满血版，TPS达到20以上。24年11月，海曦技术与途耀信息就2年内交付800台大模型一体机达成采购框架协议，而在此协议签订之际，途耀信息通过省代已向海曦技术采购大模型一体机（型号：U20HD1L）80套；除与途耀信息签订的大单协议外，公司陆续斩获多个一体机项目，如25年12月，海曦技术成功斩获中国科学院新疆某所高性能服务器集群采购等2个项目目标，中标金额达数百万。

海曦技术与熠知电子的业务具有一定的协同性。海曦技术与熠知电子很早即已开展技术和业务合作，包括高端服务器研发及推广，并成功合作供货北京庭宇科技有限公司；完成大模型一体机的联合开发及客户拓展，目前已经成功开发基于熠知电子CPU的DEEPSEEK一体机，并逐步开展客户导入。基于成功的业务合作，海曦技术及本公司了解到熠知电子的产品、管理团队、业务竞争力等详细情况，看好熠知电子的发展前景，因此拟通过投资熠知电子进一步绑定业务合作关系，共同拓展AI时代芯片及算力领域的市场机遇。



图表16: 海曦技术 DeepSeek 一体机解决方案 (以 ARM 版为例)

海曦DeepSeek 一体机解决方案(ARM)			
产品型号	HA140-D1L (液冷单路)	HA2180A-MXC-DS	HA2180A-N2-DS
模型	DeepSeek-R1-1.5B-14B	DeepSeek V3 / R1 671B	DeepSeek V3 / R1 671B
支持模型能力	推理/微调	推理/微调	推理/微调
应用场景	企业问答辅助 内容创作	科研/金融 高端企业服务 复杂逻辑推理	科研/金融 高端企业服务 复杂逻辑推理
智算节点	1*ThinkForce TF7140 2.5G 40core; 64G内存; 1*K100-AI 64G;	2*ThinkForce TF7180A 2.5G 80core,80TOPS NPU; 16 *64GB DDR4 内存; 1*曦云®C500 64G;	2*ThinkForce TF7180A 2.5G 80core,80TOPS NPU; 16 *64GB DDR4 内存; 2 *NVIDIA RTX 4090D;
软件	Ubuntu 22.04	Ubuntu 22.04	Ubuntu 22.04
服务	实施服务	完整支持	
	AI使能服务	完整支持	

来源: 海曦技术官方公众号, 国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

收入及毛利率方面, 我们认为, 公司 25/26/27 年收入有望达 27.71/32.22/36.83 亿元, 综合毛利率有望达 16.2%/17.9%/18.9%:

1) 家电用外观复合材料: 公司当前的核心业务支柱, 收入占 98%以上比重, 是公司整体利润及现金流的支撑。公司在家电外观复材领域深耕二十余年, 凭借行业领先的产能、先进的生产工艺及技术储备, 已与三星、LG、松下、博西华、美的、美菱等国内外知名家电品牌建立长期稳定合作。2025 年上半年, 公司家电复材材料业务毛利率同比提升 4.93 个百分点至 15.03%, 显示出良好的盈利改善趋势。展望未来, 随着家电以旧换新政策持续推进、白电智能化与外观高端化升级, 以及合肥智能化复合材料生产线逐步放量, 公司在产能与成本端的优势将进一步显现。我们预计 2025-2027 年家电用复合材料业务营收将分别实现 1.8%、6.0%、6.0% 的同比增长, 营收额分别达到 25.26 亿元、26.78 亿元、28.39 亿元。同时, 毛利率有望稳步提升至 15%并基本维持高位稳定。

2) AI 业务: 公司在主业稳固的基础上, 积极布局人工智能算力领域, 打造第二成长曲线, AI 业务主要来源于海曦技术服务器、人工智能一体机、人工智能模型、人工智能数据中台以及人工智能相关云服务等相关 AI 产品的贡献。海曦技术已有部分在手订单, 如 24 年 11 月与途耀信息就 2 年内交付 800 台大模型一体机达成采购框架协议, 25 年 12 月成功斩获中国科学院新疆某所高性能服务器集群采购数百万元订单; 且海曦技术与熠知电子的业务具有一定的协同性, 目前已经成功开发基于熠知电子 CPU 的 deepseek 一体机, 并逐步开展客户导入。考虑到熠知电子在手的一体机协议在 2025 年进入常态化批量交付阶段, 且从行业确收规律来看, 算力基础设施类项目通常在下半年尤其是第四季度迎来交付与验收的高峰期, 因此我们预计 25/26/27 年 AI 业务有望分别达 2/5/8 亿元, 26/27 年增速分别为 150%/60%; 一体机行业平均毛利率在 30%左右, 如达梦数据一体机 25H1 毛利率在 30%, 因此我们预计公司 AI 业务毛利率维持在 30%。

3) 其他业务: 占比极低, 预期持平。

费用率方面, 我们认为:

1) 研发费用率: 公司为拓展 AI 第二成长曲线, 研发费用投入将会有所增加, 我们预计 25/26/27 年公司研发费率分别为 4.2%/4.4%/4.6%。



2) 销售费用率: 公司家电材料主业已与国内外诸多知名家电品牌建立了长期稳定的合作关系, 销售费用率历年来相对稳定且处在较低水平。我们预计 25/26/27 年公司销售费率分别为 0.4%/0.4%/0.4%。

3) 行政费用率: 历年来相对稳定且处在较低水平, 我们预计 25/26/27 年公司管理费率为 2.2%/2.2%/2.2%。

少数股东损益: 公司持股海曦技术 60% 股份, 25H1 海曦技术归属于少数股东的损益为-195 万元, 我们预计随海曦技术一体机进入常态化批量交付及客户进一步拓展, 将在 26-27 年为公司贡献正向的少数股东损益。

投资收益: 熠知电子作为初创期的芯片公司, 前期研发投入大, 我们预计会短期对公司投资收益带来一定影响。

利润端, 我们预计 25/26/27 年归母净利润分别为 1.66/2.86/3.68 亿元, 归母净利率分别达 6.0%/8.9%/10.0%。

图表17: 盈利预测: 主业利润率改善, AI 业务放量, 归母净利润实现较快增长

(百万元, %)	2021	2022	2023	2024	1H2025	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,269	2,133	2,340	2,526	1,211	2,771	3,222	3,683
YoY		-6.0%	9.7%	7.9%	0.3%	9.7%	16.3%	14.3%
1、家电用外观复合材料	2,224	2,091	2,298	2,482	1,186	2,526	2,678	2,839
YoY		-6.0%	9.9%	8.0%	-0.3%	1.8%	6.0%	6.0%
毛利率	11.3%	11.0%	10.4%	10.0%	15.0%	15.0%	15.2%	15.4%
2、AI业务					2	200	500	800
YOY						-	150.0%	60.0%
毛利率						25.0%	30.0%	30.0%
3、其他业务	45	42	42	44	26	44	44	44
YOY		-5.9%	-0.8%	5.3%	41.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	48.8%	47.6%	42.4%	52.9%	52.4%	45.0%	45.0%	45.0%
综合毛利率	11.9%	11.3%	10.8%	10.5%	15.7%	16.2%	17.9%	18.9%
销售费用率	0.31%	0.36%	0.42%	0.41%	0.39%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用率	1.89%	1.99%	2.05%	2.20%	1.87%	2.2%	2.2%	2.2%
研发费用率	3.30%	3.24%	3.40%	3.39%	3.86%	4.2%	4.4%	4.6%
归母净利润	82	66	83	98	97	166	286	368
归母净利率	3.6%	3.1%	3.5%	3.9%	8.0%	6.0%	8.9%	10.0%

来源: 公司财报, 国金证券研究所 (注: 表格中标紫部分为预测值。)

4.2 投资建议及估值

对于家电用外观复合材料主业, 我们选取同为家电零部件的标的顺威股份、宏昌科技、萤石网络、三花智控作为可比公司。

对于 AI 业务, 我们选取深信服、新致软件两家公司具有大模型一体机标签的标的, 以及海光信息这一芯片公司作为可比公司。

上述公司 2026 年的估值中位数水平约为 6.97XPS。考虑到禾盛新材主业稳健, 能为 AI 转型提供一定的利润及现金流安全垫, 且 AI 业务有望实现“芯片+一体机”协同加速, 给予公司 2026 年 7X PS, 对应估值 226 亿元人民币, 目标价 91.12 元, 给予“买入”评级。


图表18: 可比公司 26 年 PS 中位数约为 7X

股票代码	股票名称	股价(元)	SPS			PS		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002676	顺威股份	8.06	4.52	4.83	5.16	1.78	1.67	1.56
301008	宏昌科技	36.10	9.21	11.03	13.38	3.92	3.27	2.70
688475	萤石网络	30.07	-	8.77	10.05	-	3.43	2.99
002050	三花智控	52.73	7.72	8.89	10.48	6.83	5.93	5.03
300454	深信服	126.99	20.00	22.79	26.21	6.35	5.57	4.85
688590	新致软件	17.08	8.86	10.25	11.79	1.93	1.67	1.45
688041	海光信息	248.14	6.18	9.10	12.50	40.18	27.27	19.84
平均数						10.16	6.97	5.49
002290	禾盛新材	64.14	11.17	12.99	14.84	5.74	4.94	4.32

来源: 公司财报, 国金证券研究所 (注: ①截至 2026 年 2 月 24 日收盘; ②可比公司盈利预测来自 Wind)

五、风险提示

■ AI 业务拓展不及预期的风险

公司投资成立的海曦技术目前尚处于业务开拓初期阶段, 海曦技术目前的产品尚未形成销售收入。在未来的发展过程中, 海曦技术还面临着市场需求不确定性、硬件技术更新速度快的风险。

公司战略投资熠知电子, 若熠知电子未来业务拓展不及预期, 可能会对公司投资收益带来负面影响。

■ 原材料价格波动风险

公司产品的原材料为各种规格型号的钢铁薄板基材、复合膜等, 原材料成本占生产成本比重较大。由于原材料价格变动与产品价格变动在时间上存在一定的滞后性, 钢铁及其他原材料价格的波动将对公司生产经营和业绩产生一定的影响。

■ 汇率利率波动风险

公司外销产品主要以美元结算, 受国际贸易环境变化及货币汇兑政策变化等的影响存在汇率波动风险。人民币汇率双向波动会增加公司外币借款及欠款的汇兑损益, 长期银行借款导致公司面临利率风险。

■ 家电行业景气度不及预期的风险

公司所属行业为家电用外观复合材料制造行业, 业务增长高度依赖下游家电行业的市场需求。当前的业绩预测基于国家及地方家电“以旧换新”等消费补贴政策的持续推动及落地。若政策改变等因素导致家电行业整体需求改善程度不及预期, 将对公司的经营业绩及盈利能力产生不利影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	2,133	2,340	2,526	2,771	3,222	3,683
增长率		9.7%	7.9%	9.7%	16.3%	14.3%
主营业务成本	-1,892	-2,087	-2,260	-2,322	-2,645	-2,986
%销售收入	88.7%	89.2%	89.5%	83.8%	82.1%	81.1%
毛利	241	253	266	449	577	697
%销售收入	11.3%	10.8%	10.5%	16.2%	17.9%	18.9%
营业税金及附加	-9	-9	-10	-14	-16	-18
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-8	-10	-10	-11	-13	-15
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-42	-48	-56	-61	-71	-81
%销售收入	2.0%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
研发费用	-69	-80	-86	-116	-142	-169
%销售收入	3.2%	3.4%	3.4%	4.2%	4.4%	4.6%
息税前利润 (EBIT)	113	106	104	246	335	413
%销售收入	5.3%	4.5%	4.1%	8.9%	10.4%	11.2%
财务费用	-11	-9	5	-3	-1	6
%销售收入	0.5%	0.4%	-0.2%	0.1%	0.0%	-0.2%
资产减值损失	-4	-5	-17	-23	-2	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-18	-1	-1	-35	-1	10
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	2.3%
营业利润	81	98	113	190	336	438
营业利润率	3.8%	4.2%	4.5%	6.9%	10.4%	11.9%
营业外收支	-1	-2	-2	0	0	0
税前利润	80	96	111	190	336	438
利润率	3.8%	4.1%	4.4%	6.9%	10.4%	11.9%
所得税	-14	-13	-17	-29	-50	-66
所得税率	17.7%	13.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	66	83	94	162	286	372
少数股东损益	0	0	-4	-4	0	4
归属于母公司的净利润	66	83	98	166	286	368
净利率	3.1%	3.5%	3.9%	6.0%	8.9%	10.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	66	83	94	162	286	372
少数股东损益	0	0	-4	-4	0	4
非现金支出	28	43	46	55	37	37
非经营收益	30	13	-1	54	15	4
营运资金变动	65	100	58	-153	24	5
经营活动现金净流	189	238	198	118	363	419
资本开支	-40	-15	-10	-19	-35	-40
投资	12	-13	0	0	0	0
其他	0	0	0	-35	-1	10
投资活动现金净流	-28	-28	-10	-54	-36	-30
股权募资	1	0	8	0	0	0
债权募资	-147	-109	-179	81	0	0
其他	-29	-19	-10	-11	-14	-14
筹资活动现金净流	-175	-127	-180	69	-14	-14
现金净流量	-25	87	14	133	312	374

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	233	360	350	481	791	1,164
应收款项	551	547	633	621	654	704
存货	344	415	358	386	440	497
其他流动资产	72	94	102	101	114	127
流动资产	1,199	1,416	1,442	1,590	2,000	2,493
%总资产	78.4%	80.2%	80.7%	83.1%	86.1%	88.5%
长期投资	61	57	53	53	53	53
固定资产	202	211	211	206	206	207
%总资产	13.2%	11.9%	11.8%	10.7%	8.9%	7.4%
无形资产	47	56	56	55	54	53
非流动资产	330	350	345	324	323	323
%总资产	21.6%	19.8%	19.3%	16.9%	13.9%	11.5%
资产总计	1,529	1,766	1,787	1,914	2,323	2,816
短期借款	85	100	13	0	0	0
应付款项	470	723	802	690	786	887
其他流动负债	32	35	47	46	75	96
流动负债	586	859	862	736	861	984
长期贷款	315	190	100	200	200	200
其他长期负债	13	11	16	7	5	4
负债	915	1,060	978	943	1,066	1,187
普通股股东权益	614	706	805	970	1,256	1,624
其中：股本	248	248	248	248	248	248
未分配利润	-823	-740	-642	-477	-191	177
少数股东权益	0	0	4	0	0	4
负债股东权益合计	1,529	1,766	1,787	1,914	2,323	2,816

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.266	0.334	0.395	0.668	1.152	1.484
每股净资产	2.477	2.846	3.243	3.911	5.063	6.547
每股经营现金净流	0.762	0.961	0.797	0.476	1.461	1.687
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.73%	11.72%	12.17%	17.08%	22.76%	22.66%
总资产收益率	4.31%	4.69%	5.48%	8.66%	12.31%	13.07%
投入资本收益率	9.16%	9.24%	9.62%	17.88%	19.55%	19.20%
增长率						
主营业务收入增长率	-5.98%	9.71%	7.93%	9.69%	16.30%	14.30%
EBIT 增长率	-18.39%	-5.72%	-1.96%	136.06%	35.99%	23.33%
净利润增长率	-19.57%	25.54%	18.29%	69.25%	72.52%	28.77%
总资产增长率	-6.46%	15.47%	1.21%	7.07%	21.39%	21.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	58.6	60.8	65.3	68.0	60.0	55.0
存货周转天数	74.5	66.4	62.4	62.0	62.0	62.0
应付账款周转天数	52.8	40.7	34.4	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	26.8	31.9	30.4	27.1	23.4	20.5
偿债能力						
净负债/股东权益	27.11%	-9.80%	-29.33%	-28.92%	-47.05%	-59.21%
EBIT 利息保障倍数	10.2	11.9	-22.9	91.6	303.6	-67.9
资产负债率	59.82%	60.01%	54.73%	49.27%	45.91%	42.16%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	2	3
增持	0	0	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.50	1.50	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在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