

半导体

光模块行业 - AI 驱动下的强势表现方兴未艾

2025 年对具有高 AI 业务占比的光模块供应商而言是表现突出的一年，主要厂商实现了显著的营收增长和利润率扩张。我们预计，在 AI 基础设施投资周期未见减弱以及产品结构持续向更高价值解决方案升级的驱动下，这一优异表现有望延续至 2026 年及以后。我们重申该行业为我们的首选板块之一，并维持对中际旭创（300308 CH，买入，目标价：591.00 元人民币）的“买入”评级。公司是全球光模块龙头（2024 年市占第一），预期将会持续受益于海外 AI 资本开支的扩张，以及 1.6T 光模块需求的提升。

■ **AI 基础设施资本开支仍是强劲的推动力。**美国四大云厂商（谷歌、微软、Meta、亚马逊）在 2024 年的资本开支达 2300 亿美元（同比增长 55%），并在 2025 年前三季度进一步投入 2590 亿美元（同比增长 65%）。据彭博一致预期，2025 年资本开支预计为 3670 亿美元（同比增长 59%），而 2026 年资本开支增速将同比增长 35% 至 4950 亿美元。几大云厂商均重申了积极的投资计划。虽然当前彭博一致预期对 2027 年资本开支增速的预估相对温和（同比增长 14%），但我们认为这一数字存在上修空间（彭博一致预期在 1 月份对 2025 年资本开支增长的预估为 33%，而 11 月已上调至 59%）。AI 基础设施的建设需求正快速扩展至其他云服务商、国家主权和企业客户。英伟达超 5000 亿美元的收入可见度则进一步提振了我们对本轮超级周期的信心。

■ **光模块龙头厂商借助 AI 热潮实现业绩的强劲增长。**Coherent（COHR US，未评级）、中际旭创与新易盛（300502 CH，未评级）的营收均实现大幅增长（2024 年收入增速分别为 15%/120%/175%，2025 年前三季度分别为 19%/44%/221%）。同时，毛利率受 AI 网络部署向 800G/1.6T 光模块升级的驱动，同步实现提升（2024 年三季度至 2025 年三季度分别提升 2.5/9.2/5.4 个百分点）。展望 2026 年，我们预计在出货量增长、产品结构优化及 1.6T 产品带来价格提升的共同推动下，行业龙头有望延续在今年的强势表现。

■ **供应链持续紧张，关键元器件如 EML 芯片的供需矛盾尤为突出**（Lumentum（LITE US，未评级）表示需求“远超供给”）。当前 EML 行业正积极扩产（如 Lumentum 计划将产能提升 40%）。同时，不依赖 EML 芯片的硅光技术正加速渗透，有助于缓解 EML 芯片的供应瓶颈。我们预测，到 2026 年，硅光份额将超过 50%（据 LightCounting 数据，2018 年和 2024 年该比例分别为 10% 和 33%）。我们预估 2026 年全球 800G 与 1.6T 光模块产品出货量将分别达到 4900 万与 2200 万个，但仍存在数百万单位的供需缺口（1.6T 最为显著）。从解决方案上看，我们预计到 2026 年，800G 产品中 EML 与硅光方案占比为 5:5，而 1.6T 产品中这一比例有望达到 3:7。

优于大市
(维持)

中国 半导体 行业

杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

蒋嘉豪
(852) 39163739
JiangJiahao@cmbi.com.hk

1. 半导体 - 英伟达：三季度业绩稳健，四季度指引有望缓解市场对 AI 泡沫的担忧- 21 Nov 2025 ([link](#))
2. 半导体 - 印制电路板/覆铜板行业 - AI 驱动的上行周期：结构增长与格局分化- 20 Nov 2025 ([link](#))
3. 半导体 - CMOS 图像传感器行业 - 汽车与新兴应用领域驱动行业持续增长- 05 Nov 2025 ([link](#))
4. 半导体 - AI 基础设施投资持续增长；英伟达展望显示需求依然强劲- 29 Aug 2025 ([link](#))
5. 半导体 - 博通二季度业绩点评：业绩稳健，关注 AI 推理进展- 09 Jun 2025 ([link](#))
6. 半导体 - 主题投资与大趋势：海外云厂商一季度资本支出展现强劲韧性- 14 May 2025 ([link](#))
7. 半导体 - 美国关税对中国半导体行业影响- 04 Apr 2025 ([link](#))
8. 半导体 - 英伟达：四季度业绩及指引保持稳健；投资者仍关注公司在 26 财年后的增长驱动力- 28 Feb 2025 ([link](#))
9. 半导体 - AI 主题投资与大趋势：“星际之门”项目有望推动全球人工智能设施竞赛的进一步加速- 24 Jan 2025 ([link](#))
10. 半导体 - 台积电：AI 需求激增推动强劲的业绩和指引- 17 Jan 2025 ([link](#))

AI 驱动的光模块供应商：持续领跑，前景可期

AI 业务占比较高的光模块与元器件供应商在 2025 年表现出色。Coherent、中际旭创和新易盛均实现了显著的营收增长（2025 年前三季度同比分别增长 19%/44%/221%）以及可观的毛利率扩张（从 2024 年三季度到 2025 年三季度分别提升 2.5/9.2/5.4 个百分点）。**展望 2026 年，光模块行业仍是我们首选板块，**鉴于持续扩张的 AI 基础设施支出有望巩固行业龙头在中短期的增长势头。

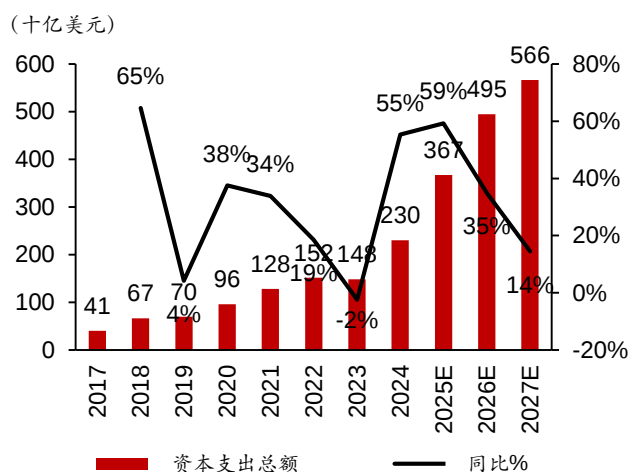
AI 基础设施投资的大幅增长为光模块供应商带来利好

近年来，海外主要云厂商均大幅上调其 AI 基础设施投资计划，为光模块供应商提供了空前的利好。美国四大云厂商（谷歌/微软/Meta/亚马逊）在 2024 年资本支出总额达到 2300 亿美元（同比增长 55%），并在 2025 年前三季度进一步增长至 2590 亿美元（同比增长 65%）。

展望未来，彭博一致预期显示四大云厂商 2025 年四季度资本支出将环比增长 10% 至 1080 亿美元，推动全年资本支出同比大幅增长 59% 至 3670 亿美元。这一增长趋势已得到大型云厂商业绩指引的证实：谷歌将 2025 年资本支出预期上调至 910-930 亿美元（此前为 850 亿美元），而 Meta 则将支出目标收窄至指引区间的上限（700-720 亿美元）。

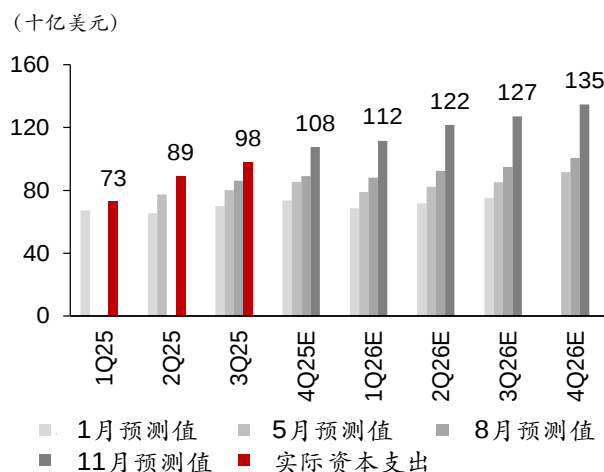
对于 2026 年，当前彭博一致预期显示四大云厂商的资本支出将同比增长 35% 至 4950 亿美元。错失恐惧症（FOMO）正持续驱动 AI 行业的军备竞赛：微软重申，尽管此前预期放缓，但资本支出将持续增长；谷歌表示 2026 年资本支出将“显著提升”；Meta 强调在计算能力扩张的背景下，公司支出将“明显增加”；亚马逊则指出，在数据中心和自研芯片投资的推动下，2026 年资本支出将再次实现增长

图 1：四大云厂商资本支出及同比增速



资料来源：公司资料，彭博一致预期，招银国际环球市场

图 2：2025 年彭博一致预期 vs. 实际资本支出



资料来源：公司资料，彭博一致预期，招银国际环球市场

尽管投资势头预计将在 2026 年持续，投资者开始对行业在 2027 年的增长表示担忧。当前彭博一致预期显示四大云厂商 2027 年资本支出同比增长 14%，远低于 2024 和 25 年的增速。然而，我们认为这一数字存在上修空间。作为参考，今年 1 月份四大云厂商 2025 年资本支出增长的一致预期为 33%，但目前被调升至 59%。参照往年数据，随着资本开支的能见度逐步提高，一致预期在财报后通常迎来预期上修。

我们看到市场对光模块的需求也在向云厂商以外扩展。其他云厂商、企业和主权资金正成为需求的重要来源。鉴于 AI 发展仍处于早期阶段，我们仍坚信全球 AI 基础设施资本支出在 2026 年之后将继续增长。中国的大型云厂商也在加速投资：阿里巴巴、腾讯和百度在 2025 年前三季度合计资本支出总额为 1650 亿元人民币（约合 230 亿美元），同比增长 90%。阿里巴巴早前公布了 2024-26 年 3800 亿元人民币的资本支出计划（公司在近期的业绩会上表示这一计划仍存在上修机会），预示着增长趋势将在未来得以延续。

作为 AI 基础设施的关键风向标，英伟达强调，其 Blackwell 和 Rubin 平台在 2025 和 26 年的潜在需求将超过 5000 亿美元，这印证了我们对行业的积极展望。值得注意的是，这一数据并未包含近期来自关键客户的新增需求，例如沙特阿拉伯的 AI 工厂订单（新增 40 至 60 万颗 GPU）和 Anthropic（首次采用英伟达架构）。这两者均代表了数 GW 规模的增量需求。放眼未来，公司管理层预计，到 2030 年全球 AI 基础设施建设规模有望达到 3-4 万亿美元。这将为 AI 供应链的长期增长提供坚实支撑。

图 3: 大型云厂商、GPU 租赁商及主权实体数据中心建设项目对比

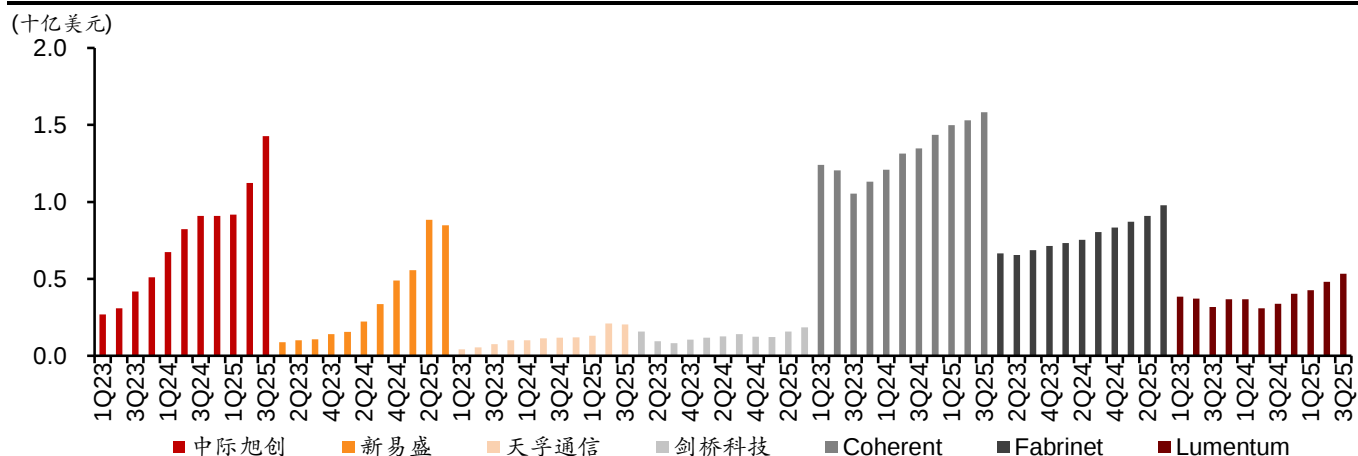
项目名称	地点	所有者	AI 算力规划 (GW)	项目进度及远期规划
美国大型云厂商及主要 GPU 租赁商				
Meta Prometheus 超级集群	美国俄亥俄州	Meta	>1GW 集群	自 2017 年开始建设；正增加密度扩建为一个超过 1GW 的 AI 集群；预计在 2026 年成为 Meta 首个真正意义上的多 GW 级 AI 超级计算集群
Meta Hyperion AI 园区	美国路易斯安那州	Meta / 其他投资方 (Blue Owl 等)	2-2.2GW（长期计划扩展至约 5GW）	地基工程已启动；建设周期达数年，分阶段增加容量
谷歌 Visakhapatnam AI 中心	印度安得拉邦	谷歌	最高达 1GW（Google “AI hub” 五年 150 亿美元投资的一部分）	2025 年与安得拉邦政府签署 MoU；长期项目；暂无具体上线时间（预计 2030 年前）
xAI Colossus 2	美国南黑文/孟菲斯	xAI	目标约 1.1-1.2GW	快速建设阶段；已从约 200MW 扩展至数百 MW；目标在 2027 年左右达到 GW 级
谷歌 PJM 数据中心	全美数十个州	谷歌/PJM	尚未公开	谷歌将投资 250 亿美元于美国最大电网范围内的数据中心和 AI 基础设施
微软 AI 数据中心	美国威斯康星州	微软	3.9GW；过去一年新增 2GW 数据中心容量	已承诺投资 33 亿，后续追加投资 40 亿美元
Crusoe AI 园区	美国怀俄明州	Crusoe/Tallgrass	1.8GW（规划可扩展至 10GW）	于 7 月 25 日宣布选址已定，已选址、进入许可/早期施工；尚未披露主要客户
地平线计划	美国德克萨斯州	Poolside/CoreWeave	2GW（分 8 个 250MW 阶段）	首个 250MW 阶段以 CoreWeave 为主要租户；约 4 万台 GB300 GPU 预计于 2025 年 12 月上线；可选择在早期阶段额外增加 500MW，总容量最高达 2GW
主权及区域性项目				
星际之门	美国德克萨斯州	OpenAI/甲骨文	1.2GW 园区	建设中；首个约 200MW 阶段于 1H25 上线；全部 1.2GW 约在 2026 年上线
Texas Critical Data Centers (TCDC)	美国德克萨斯州	Sharon AI + New Era Energy	目标为 1GW+（初始阶段 250MW）	处于早期阶段：已获得建设用土地，基础设施工作启动；尚未公布公开用户
Stargate 阿联酋	阿联酋	G42 / OpenAI / 甲骨文 / 英伟达 / 软银	目标为 5GW（首阶段 “Stargate 阿联酋” 为 1GW；首个 200MW 于 2026 年上线）	首个 200MW 阶段使用约 1,400 台 GB300 服务器和约 10 万颗英伟达芯片；1GW 阶段预计部署约 50 万颗 GPU；完整的 5GW 园区最终可能容纳超过 200 万颗 GPU
Humain + xAI + 英伟达 AI 园区	沙特阿拉伯	Humain/xAI/英伟达	初始算力为 500MW（计划到 2030 年达到约 1GW）	2025 年 11 月官宣合资；500MW 是 xAI 在美国以外最大的数据中心；支持 Humain 到 2030 年实现 1GW 的目标

资料来源：公司资料，彭博，路透社，招银国际环球市场

光模块供应商营收强劲增长，利润率持续扩张

受益于 AI 热潮，龙头厂商的业绩表现出色。Coherent、中际旭创、新易盛及 Fabrinet 均在 2024 年（增速分别为 15%/120%/175%/15%）及 2025 年前三季度（19%/44%/221%/21%）实现强劲的营收增长。

图 4: 全球光模块同业过往季度收入对比

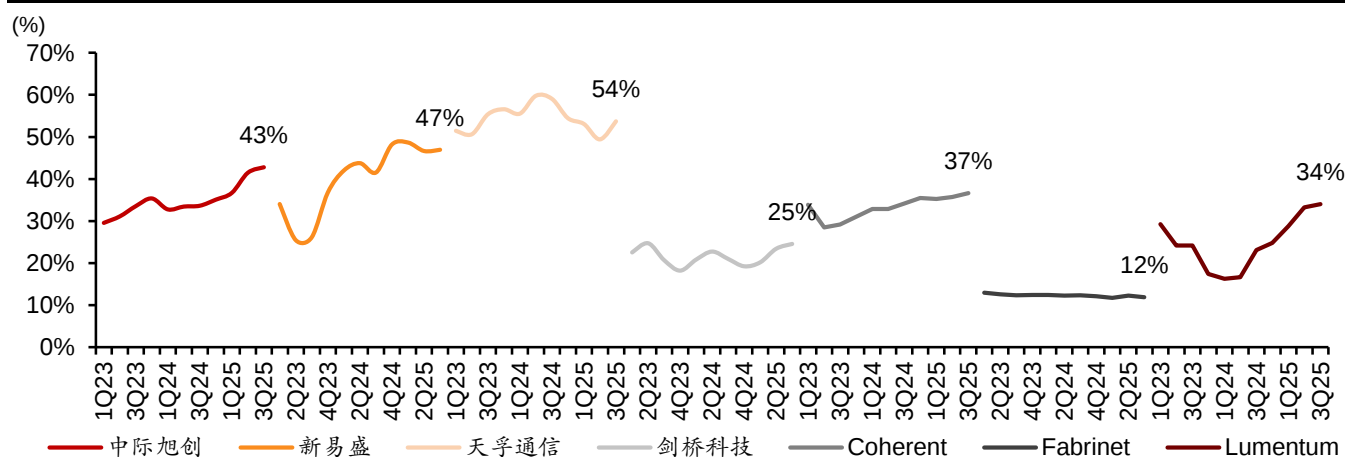


资料来源: 公司资料, 彭博, 万得, 招银国际环球市场

注: 中际旭创 (300308 CH, 买入, 目标价: 591 元人民币)、新易盛 (300502 CH, 未评级)、天孚通信 (300394 CH, 未评级)、剑桥科技 (603083 CH, 未评级)、Coherent (COHR US, 未评级)、Fabrinet (FN US, 未评级)、Lumentum (LITE US, 未评级)

除规模增长外，在 AI 驱动的网络升级周期（从 200G/400G 迈向 800G/1.6T）的推动下，主要供应商利润率显著提升。Coherent、中际旭创与新易盛从 2024 年三季度到 2025 年三季度毛利率分别提升 2.5/9.2/5.4 个百分点。

图 5: 全球光模块同业毛利率变化趋势对比



资料来源: 公司资料, 彭博, 万得, 招银国际环球市场

继 2025 年的亮眼表现后，在 AI 投资热潮的推动下，预计 2026 年光模块龙头将再次实现强劲增长。其中两大驱动力值得关注：

- 全球大型云厂商、企业与主权资金持续加码 AI 资本开支，带动出货量**进一步增长**；
- 1.6T 方案加速放量，**推动产品结构优化与平均售价提升**。尽管 800G 与 1.6T 产品存在年度常规价格调整，但领先厂商有望通过技术升级与运营提效，维持较高的毛利率。而 1.6T 产品占比提升的供应商有望具备利润扩张的潜力。

供需格局透视

关键元器件（尤其是 EML 芯片）的供应紧张仍是行业在中短期内面临的挑战。EML 龙头 Lumentum 表示需求“持续远超供给”，公司正战略性地转向优先与核心供应商签订长期协议。

目前，光模块产业链正在积极扩产：Lumentum 计划在未来几个季度将产能提升 40%，但未来六个季度的产能已被预订完毕；垂直整合厂商 Coherent 通过斥资 1.27 亿美元新建的越南工厂增强供应链韧性；Tower Semiconductor 已拨款 6.5 亿美元扩产硅光与锗硅技术，并重点投入 8 英寸与 12 英寸晶圆厂设备；意法半导体亦于 2025 年初重返硅光领域并与 AWS 展开合作。

图 6：光模块主要供应商扩产计划

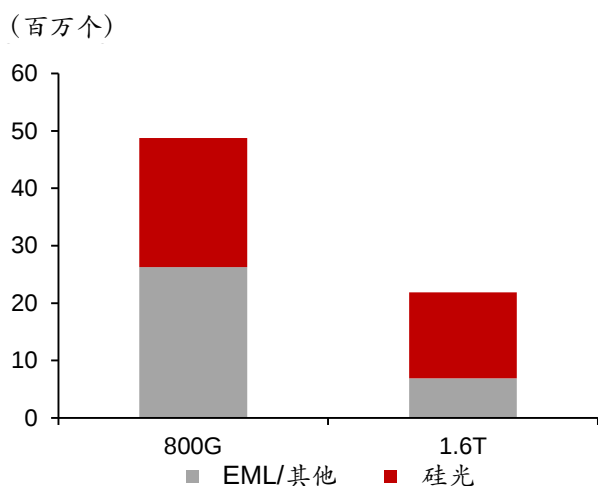
主要供应商名称	战略聚焦及扩产规划
Lumentum	计划在未来几个季度增加 40% 的产能；公司截至 2025 年 11 月的未来 6 个季度的产能已全部售罄
Coherent	2025 年 7 月在越南开设价值 1.27 亿美元的半导体与光子学制造工厂，以增强供应链韧性
GlobalFoundries	收购新加坡硅光芯片制造商 Advanced Micro Foundry（合并后公司预计到 2030 年硅光业务年收入达 10 亿美元）（2025 年 11 月）
Tower Semiconductor	宣布投入 6.5 亿美元资本支出扩产硅光与锗硅产能，主要用于升级 8 英寸和 12 英寸晶圆厂设备（2025 年 11 月）
STMicroelectronics	于 2025 年初重返硅光业务，并与 AWS 展开合作（2025 年初）
中际旭创	推进中国与泰国两地扩产计划，当前产能将优先保障 1.6T 产品（近期）
新易盛	公司位于泰国的第二座工厂正加速提升 1.6T 光模块产量（近期）

资料来源：LightCounting, 公司资料, 彭博, 路透社, 招银国际环球市场

与此同时，硅光解决方案正加速渗透并缓解 EML 供应瓶颈。据 Lightcounting 统计，硅光解决方案在光模块的销售占比从 2018 年的 10% 提升至 2024 年的 33%。我们预计该解决方案在 2026 年的占比将突破 50%。

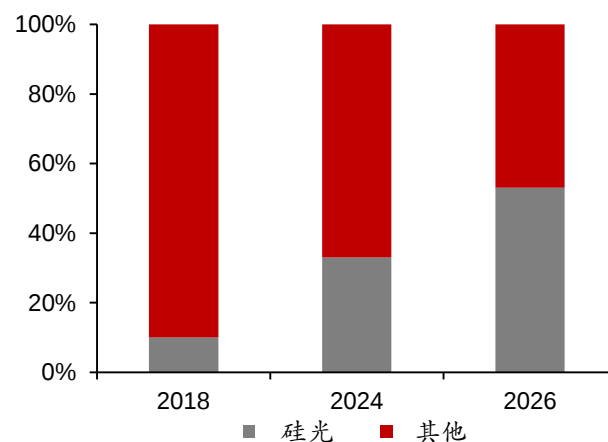
尽管行业当前处于产能扩张与硅光技术加速渗透的阶段，我们预计 1.6T 方案的供应短缺局面仍非常严峻。Lumentum 预计至 2026 年初 200G EML 占比约 10%，但整体 EML 产能增速仍显著落后于需求。我们预计 2026 年 800G/1.6T 光模块出货量将达 4900/2200 万颗，供需缺口达数百万颗。从解决方案上看，我们预计 800G 产品中 EML 与硅光方案的占比为 5:5，1.6T 产品中该比例则为 3:7。

图 7: 硅光技术在 800G/1.6T 产品销售中的占比 (2026)



资料来源: 公司资料, 彭博一致预期, 招银国际环球市场

图 8: 硅光技术在光模块产品中的渗透率预测



资料来源: LightCounting, 公司资料, 招银国际环球市场预测

光模块板块仍为首选推荐

我们维持对光模块行业的积极展望，并预计 AI 业务占比较高的龙头厂商将继续领跑市场。

中际旭创 (300308 CH, 买入, 目标价: 591 元人民币) 仍是我们的首选标的。作为 2024 年全球光模块市占率排名第一的供应商 (LightCounting 数据)，公司直接受益于海外 AI 基础设施建设投资的大幅增长，2025 上半年海外光模块收入占比达 86%。随着头部云厂商持续扩大投入且市场需求向 1.6T 高速光模块产品迁移，我们预计公司 2026 年净利润将显著增长至 230 亿元，重申“买入”评级 ([报告](#))。

潜在风险包括 AI 基础设施建设投资不及预期、地缘政治风险升级与关税不确定性、供应链中断及行业竞争加剧等。

图 9: 同业对比

公司名称	股票代码	评级	市值	股价	市盈率(倍)			每股收益(美元)			毛利率(%)		
			百万美元	本地货币	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
国内同业													
中际旭创	300308 CH	买入	75,131	479.66	48.9	22.7	15.8	1.36	2.93	4.22	41.6	44.3	43.5
新易盛	300502 CH	未评级	42,698	304.72	32.2	18.4	14.2	1.33	2.33	3.03	47.6	47.8	48.0
天孚通信	300394 CH	未评级	16,190	147.73	50.6	35.5	27.1	0.41	0.59	0.77	52.6	52.1	52.0
剑桥科技	603083 CH	未评级	4,449	97.79	-	-	-	-	-	-	-	-	-
光迅科技	002281 CH	未评级	6,699	58.90	44.8	32.3	25.3	0.19	0.26	0.33	23.0	23.8	24.1
华工科技	000988 CH	未评级	10,031	70.77	38.9	31.4	25.2	0.26	0.32	0.40	22.3	21.7	21.7
				平均值	43.1	28.1	21.5	0.7	1.3	1.7	37.4	37.9	37.9
海外同业													
Lumentum	LITE US	未评级	21,225	299.36	151.7	52.1	36.3	1.97	5.75	8.26	34.4	39.8	39.9
Coherent	COHR US	未评级	23,857	151.81	43.3	29.9	24.1	3.51	5.08	6.31	38.1	39.1	40.1
Marvell	MRVL US	未评级	72,235	83.79	53.6	29.9	24.6	1.56	2.81	3.41	61.0	59.6	59.2
博通	AVGO US	未评级	1,784,865	377.96	56.0	40.3	30.7	6.75	9.39	12.31	78.6	75.6	73.5
				平均值	76.2	38.0	28.9	3.4	5.8	7.6	53.0	53.5	53.2

资料来源: 彭博一致预期, 招银国际环球市场预测
注: 中际旭创盈利预测基于招银国际环球市场预测; 数据截至 2025 年 11 月 25 日

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。