

电子

报告日期: 2023年03月28日

电子行业 23Q1: 人工智能与产业安全·新起点

——电子·半导体行业 23Q1 业绩前瞻专题

投资要点

- **半导体设备:** 晶圆厂扩产逐步恢复有望提振行业信心
- 半导体材料:** 国产化提速, 产能利用率筑底回暖可期
- 设备零部件:** 半导体设备卡脖子环节, 静待行业复苏回暖
- 半导体封测:** 周期底部, 需求有望逐季修复
- PCB:** 下游需求存在结构性分化, AIGC 催化服务器用板市场扩容
- 被动元器件:** 强预期下的弱现实, 反转仍待时日
- 模拟 IC:** 去库接近尾声, 板块探底过程中
- 功率半导体:** 需求景气度逐步下行, 产能释放带来竞争加剧
- 内存接口:** 服务器去库存有所扰动, 算力需求升级驱动新成长
- 安防:** 政府招标逐步恢复, 低基数下复苏可期
- 碳化硅:** SiC 车型陆续上市, 行业渗透率稳步提升
- 消费电子:** 手机库存去化稳步推进, 重视 MR 条线新机遇

投资建议

以**安全+复苏+创新**三大投资主线为基点, 我们认为半导体设备材料零部件公司应更多关注其合同负债/在手订单、新品进展/晶圆厂 Capex 等核心指标; 消费复苏类芯片与元器件公司则以关注其库存去化节奏, 价格水位、供需格局等因素为主。同时, 以 GPT 为代表的人工智能开始为电子产品的潜在下游应用提供更多更广泛的场景通道, 在硬件端有望形成以**算力芯片→算力器件→云侧服务器→端侧 AIOT**为核心的路径。因此我们认为, AI 业务相关度、结构占比及相关产品推出进展将是把握创新主线机会的重要抓手。

风险提示

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 《GPT 算力产业链系列·服务器: GPT 算力驱动元器件升级》
2023.03.26
- 2 《GPT 端侧产业链·AIoT: GPT 有望驱动智能终端交互应用创新》
2023.03.26
- 3 《EDA: 半导体底层软件替代加速》
2023.03.26

正文目录

1 2023，站在“人工智能与产业安全”双主题的汇聚点	4
2 子版块：阴霾渐散，周期反转在即	4
2.1 半导体设备：晶圆厂扩产逐步恢复有望提振行业信心	4
2.2 半导体材料：国产化提速，产能利用率筑底回暖可期	4
2.3 设备零部件：半导体设备核心上游环节，静待行业复苏回暖	4
2.4 半导体封测：周期底部，需求有望逐季修复	4
2.5 PCB：下游需求存在结构性分化，AIGC 催化服务器用板市场扩容	5
2.6 被动元器件：强预期下的弱现实，反转仍待时日	5
2.7 模拟 IC：去库接近尾声，板块探底过程中	5
2.8 功率半导体：需求景气度逐步下行，产能释放带来竞争加剧	5
2.9 内存接口：服务器去库存有所扰动，算力需求升级驱动新成长	5
2.10 安防：政府招标逐步恢复，低基数下复苏可期	5
2.11 碳化硅：SiC 车型陆续上市，行业渗透率稳步提升	5
2.12 消费电子：手机库存去化稳步推进，重视 MR 条线新机遇	6
3 重点公司跟踪	6
3.1 拓荆科技：PECVD 龙头持续快速成长	6
3.2 华懋科技：ArF 光刻胶 0→1 突破，汽车安全业务稳步成长	7
3.3 富创精密：半导体设备零部件龙头，穿越周期持续成长	7
3.4 长电科技：见底复苏，先进封装赋能新发展	7
3.5 通富微电：深度绑定 AMD，Chiplet 升级有望加速新成长	7
3.6 沪电股份：服务器产业核心收益，有望带动业绩持续释放	7
3.7 三环集团：二季度 MLCC 景气度有望回升	7
3.8 纳芯微：受益于泛新能源景气，业绩有望同步增长	7
3.9 圣邦股份：渠道尚处调整期，业绩承压	7
3.10 芯朋微：渠道库存健康，受益家电复苏	7
3.11 时代电气：轨交业务回暖复苏，新兴业务高速增长	8
3.12 澜起科技：DDR5 带动业绩增长，AI 蓄力未来成长	8
3.13 聚辰股份：全球 EEPROM 龙头，SPD+车规级产品促成长	8
3.14 海康威视：确定性受益于数字经济的安防复苏龙头	8
3.15 思特威：安防端复苏可期，车载端静待花开	8
3.16 天岳先进：产能及良率稳步提升，公司年内净利润有望转正	8
3.17 立讯精密：23Q1 主业稳中有进，MR 业务有望接力	8
3.18 歌尔股份：偶发事件影响逐渐消散，平台型发展已初具规模	8
3.19 三利谱：偏光片开启温和复苏周期，竞争策略致 Q1 盈利可能承压	8
4 投资建议	9
5 风险提示	9

图表目录

表 1: 电子重点公司 23Q1 前瞻 6

1 2023，站在“人工智能与产业安全”双主题的汇聚点

安全：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。相较于当前季度营收利润，半导体设备材料零部件公司应更多关注合同负债/在手订单、新品进展/晶圆厂 Capex 等因素。

复苏：23Q1 疫后首季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。相较于当前季度营收利润，消费复苏类芯片与元器件公司应更多关注库存节奏、价格水位、供需格局等因素。

创新：以 GPT 为代表的 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，将是未来 5-10 年全球科技硬件创新的最强内核。相较于当前季度营收利润，AI 算力与服务器产业链相关公司应更多关注 AI 业务相关度及成长空间。

2 子版块：阴霾渐散，周期反转在即

2.1 半导体设备：晶圆厂扩产逐步恢复有望提振行业信心

半导体设备赛道成长主要来源于下游晶圆厂扩产规模和节奏，22 年美国芯片法案增加了新的设备出口限制，对于中国大陆晶圆厂扩产节奏的预期有所下修，我们认为当前成熟制程产能仍可以继续扩产，同时晶圆厂也正大力推进设备国产化进程。从行业规律来看，国内半导体设备企业收入呈现前低后高的现象，下半年收入确认往往高于上半年，且从订单单取得到收入确认往往需要半年甚至一年的收入确认周期，考虑 22 年订单获得情况较为乐观，我们认为 23Q1 国内半导体设备企业收入仍能保持不错的同比增速。

2.2 半导体材料：国产化提速，产能利用率筑底回暖可期

进入 2023 年，国内晶圆厂整体产能利用率仍有下降趋势，半导体产业链逆全球化大背景下，我们观察到国内晶圆厂对国产半导体材料的导入力度在不断加大，对于一些国产化率较低（光刻胶、显影液、掩膜版等）并具备从 0→1 放量基础的企业而言，2023 年业绩兑现相对更富弹性。

2.3 设备零部件：半导体设备核心上游环节，静待行业复苏回暖

零部件企业的收入确认节奏相对下游设备客户更快，受 22 年芯片法案影响，晶圆厂扩产节奏放缓，叠加行业景气度仍在缓慢筑底，零部件企业 Q1 业绩兑现力不会太强，后续随着景气度复苏+资本开支预期回暖，零部件企业业绩有望快速回暖。

2.4 半导体封测：周期底部，需求有望逐季修复

封测受国内、外需求下滑影响，叠加 Q1 本身属于行业淡季，产能利用率处于相对底部水平。传统封装业务竞争相对激烈，需求下行价格承压。综上，受行业周期性影响，板块公司 Q1 业绩表现整体相对弱势。展望全年，后续随需求修复及旺季到来，业务有望持续改善。

现阶段市场核心关注点在于以下几点：1) 23H2 半导体需求恢复程度及节奏；2) Chiplet 封测端进展；3) GPT 算力需求对封测下游细分应用领域的客户合作及业务需求的拉动；4) 海外客户需求后续产业链转移的趋势；5) 因下行节奏与国内存在差异，海外需求的现状与预期。

2.5 PCB：下游需求存在结构性分化，AIGC 催化服务器用板市场扩容

Q1 属于行业淡季，部分下游应用领域渐显需求弱复苏，成本端相对稳定。板块公司受产品结构不同存在一季度业绩表现存在结构性差异。展望全年，AI 热潮之下算力需求激增，有望加速 IDC 中心建设，对 PCB 的技术、材料、层数、品质等提出更高要求，有望催化市场打开向上空间。

现阶段市场看好的需求方向主要集中于：1) AIGC 驱动算力需求提升，催生包括交换机、服务器等在内的 IDC 相关产业链高端 PCB 需求增加；2) 电车智能化持续渗透，带动汽车用 PCB 价值量上行；3) 折叠机、AR、智能穿戴等市场发展。

2.6 被动元器件：强预期下的弱现实，反转仍待时日

被动元器件行业自 2021 年下半年逐步进入到下行通道，但伴随着龙头厂商主动的稼动率调整，库存的问题逐步得到去化，以 MLCC 行业为例，2022 年 10 月长期价格倒挂下的上涨拉开了本轮涨价的序幕。但考虑到 Q1 为消费电子淡季，2023 年一季度 MLCC 厂商在价格、稼动率上与 2022 年四季度相比无明显改善。考虑到 2022 年一季度仍处较高基数水平，预期同比收入数据下滑明显（30%左右）。

2.7 模拟 IC：去库接近尾声，板块探底过程中

受消费需求疲软影响，国内厂商 2022 年业绩承压。23Q1 需求处于弱复苏状态，叠加大多数厂商处于去库过程中，整体价格承压。因此 23Q1 板块仍处于探底过程中。展望 23 年全年，随着去库完成，我们认为新能源车仍为 23 年模拟芯片的主要增长动能，有望与工业及 AIGC 等新需求共同拉动市场成长。

2.8 功率半导体：需求景气度逐步下行，产能释放带来竞争加剧

下游应用包括新能源汽车、新能源发电、工控、家电等领域。新能源汽车和光伏发电是拉动功率半导体需求的主要因素，23 年景气度边际放缓，叠加国内外产能释放，行业竞争加剧，或面临价格下调压力。

2.9 内存接口：服务器去库存有所扰动，算力需求升级驱动新成长

随着 AMD、Intel 于 2022 年 11 月和 2023 年 1 月相继发布支持 DDR5 内存标准的服务器 CPU 平台，内存进入 DDR5 新世代，标准升级将驱动 RCD、DB、SPD、TS、PMIC 等芯片价值量上行。然而受服务器端、PC 端需求不振影响，导致 23Q1 板块业绩表现承压。展望中长期，DDR5 持续渗透为确定性趋势，演绎节奏受外部环境影响或有分歧；随算力需求提升有望带动 MCR RCD/DB、CKD 等产品发展，为内存接口行业注入发展新动力。

现阶段市场核心关注点在于以下几点：1) DDR5 渗透率演绎节奏；2) 需求环境变化的情况下产品价格的波动性；3) 算力需求对内存接口行业市场空间的弹性贡献。

2.10 安防：政府招标逐步恢复，低基数下复苏可期

从行业经营节奏来看，安防行业前低后高的收入节奏特征明显，一季度收入占比较低，指向性意义不明显。但作为前瞻性指标的政府招标数据，自 2022 年四季度以来得到一定修复。同时，2022 年企业端资本开支意愿受到疫情、需求下行等因素抑制，年初以来复苏底色凸现，譬如能源行业 22H2 以来，持续维持较好资本开支意愿地竣工端也呈修复性增长预期，整体上，全年的增长可期，但考虑到节奏问题，23 年一季度未必在收入端兑现。

2.11 碳化硅：SiC 车型陆续上市，行业渗透率稳步提升

随着以特斯拉、比亚迪、蔚来、小鹏等为代表的新能源车企顺利导入碳化硅 MOS，应用于电驱、OBC、DC-DC 等领域，叠加国内技术积累，良率提升，SiC 渗透率有望在 23Q1 进一步提升。

2.12 消费电子：手机库存去化稳步推进，重视 MR 条线新机遇

以智能手机等为代表的传统消费电子产品库存正稳步去化中。历经 2022 年弱需求+高库存的艰难期后，终端品牌当前库存去化顺利。根据 Strategy Analytics 数据，2023 年 1-2 月全球智能手机库存去化量约 600 万台，自 2022 年 10 月以来已维持连续 5 个月的水位下降，头部厂商进入 2023 年后去化速度虽有所放缓，但整体仍处于健康去库存通道。需求层面预计 23Q3 重启复苏，全年出货量预计与上年基本持平或略有回升；

重视以 MR 为代表的新机遇。2022 年 XR 行业由于头部厂商正代消费级产品的缺失及宏观需求的减弱，出货量同比下滑较多。2023 年随着头部公司 MR 产品的预期发布，行业整体景气度有望被重新点燃。MR 产品预计采用包括 Micro OLED、眼动追踪等一系列前沿增量技术，部分核心供应商或将显著受益。

3 重点公司跟踪

表1：电子重点公司 23Q1 前瞻

证券代码	证券名称	营收同比增速			归母净利润同比增速		
		21Q1	22Q1	23Q1E	21Q1	22Q1	23Q1E
688072.SH	拓荆科技-U	—	86%	较高增长	—	15%	扭亏为盈
603306.SH	华懋科技	105%	30%	20%	79%	8%	20%
688409.SH	富创精密	—	—	20%以上	—	—	20%以上
600584.SH	长电科技	18%	21%	略有下滑	189%	123%	略有下滑
002156.SZ	通富微电	51%	38%	持平波动	-1430%	6%	略有下滑
002463.SZ	沪电股份	10%	10%	上行	3%	13%	上行
300408.SZ	三环集团	118%	7%	-30%左右	165%	2%	-30%以上
688052.SH	纳芯微	—	146%	25%以上	—	148%	低于 25%
300661.SZ	圣邦股份	104%	97%	-15%左右	149%	245%	低于-15%
688508.SH	芯朋微	126%	30%	5%	129%	14%	5%
688187.SH	时代电气	—	22%	24.5%	—	31%	21%
688008.SH	澜起科技	-40%	201%	增速较上年有所下滑	-49%	128%	增速较上年有所下滑
688123.SH	聚辰股份	33%	51%	同比增速提升	-19%	247%	同比增速提升
002415.SZ	海康威视	48%	18%	持平	45%	5%	0-5%
688213.SH	思特威-W	—	-19%	略有承压	—	-79%	基本持平
688234.SH	天岳先进	—	-47%	144%左右	—	-283%	减亏
002475.SZ	立讯精密	27%	98%	30-35%	37%	34%	30%左右
002241.SZ	歌尔股份	117%	43%	持平	228%	-7%	持平
002876.SZ	三利谱	74%	-1%	小幅下滑	570%	-12%	略有承压

资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1 拓荆科技：PECVD 龙头持续快速成长

考虑到 22 年同期公司订单保持了较高增速，且 22 年同期收入确认基数较低，我们认为公司 23Q1 收入同比仍能维持高速增长，利润同比转正，但由于 22Q4 收入确认较多，预计 23Q1 收入环比小幅下滑。

3.2 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，汽车主业方面，尽管一季度为汽车零部件行业传统淡季，由于公司客户快速成长，我们认为公司收入/利润仍有望取得 20% 的同比增速。

3.3 富创精密：半导体设备零部件龙头，穿越周期持续成长

公司作为国内半导体设备零部件龙头企业，存量在手订单饱满，尽管设备客户对交期要求有所放松，且一季度并非接单旺季，但由于 22Q1 公司收入基数较低，预计 23Q1 收入/利润仍能保持 20% 以上的同比增长。

3.4 长电科技：见底复苏，先进封装赋能新发展

23Q1，通讯、消费电子下游等需求疲软，行业本身处于淡季，公司产能利用率处于相对底部水平。我们预计 23Q1 公司收入端和利润端均有所下降。

3.5 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。但整体看，国内外需求均处于下行周期，我们预计 23Q1 公司收入端有望持平波动，利润端有所下降。

3.6 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。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 23Q1 公司收入端和利润端同比有望实现上行。

3.7 三环集团：二季度 MLCC 景气度有望回升

2023 年一季度 MLCC 价格、稼动率上与 2022 年四季度相比无明显改善，而 2022 年下半年 MLCC 行业景气度下滑明显，量价齐跌，收入下滑的基础上毛利率预计会有进一步压缩。因此 2023 年一季度的经营同比仍有较大压力，预期收入端下滑 30% 左右，因毛利压缩导致利润端同比下滑幅度预计在 30% 以上。

3.8 纳芯微：受益于泛新能源景气，业绩有望同步增长

考虑到公司在汽车及泛新能源领域的持续放量，叠加去年 Q1 基数较低，我们预计公司 23Q1 实现收入端同比 25% 以上增长。利润端考虑到海外厂商扩产的影响，产品价格承压，利润增速略低于收入增速。看好公司在汽车芯片国产化浪潮下的表现。

3.9 圣邦股份：渠道尚处调整期，业绩承压

23Q1 工控、泛消费等领域弱需求整体呈现复苏状态，下游厂商及渠道库存仍有压力，叠加去年 Q1 高基数，我们预计公司 23Q1 收入端下滑 15% 左右。利润端考虑到海外厂商扩产及降价的影响，产品价格承压，利润增速低于收入增速。

3.10 芯朋微：渠道库存健康，受益家电复苏

家电行业下游库存从 22Q4 开始已处于正常状态，受益于家电需求弱复苏，我们认为公司 23Q1 收入/利润有望实现同步 5% 的增长。

3.11 时代电气：轨交业务回暖复苏，新兴业务高速增长

预计 23Q1 营收 31.6 亿元，yoy +24.5%；归母净利润 4.15 亿元，yoy +21.0%。传统轨交装备业务缓慢回暖复苏，功率半导体受产能现在增速放缓，新能源汽车电驱系统及工业变频器产品高速增长但毛利率偏低。

3.12 澜起科技：DDR5 带动业绩增长，AI 蓄力未来成长

公司作为全球内存接口芯片龙头，深耕互连类芯片，战略布局 AI 芯片，把握“互连+计算”双重发展机遇。受 DDR5 渗透率提升不及预期、同时 DDR4 产品处于末期导致互连类产品价格提升受限，我们预计 23Q1 公司收入端和利润端同比增速较上年均略有下滑。

3.13 聚辰股份：全球 EEPROM 龙头，SPD+车规级产品促成长

公司积极把握行业发展机遇，积极布局 SPD、车规级 EEPROM、NOR flash 等产品。目前，服务器处于下行周期，虽然对整体需求上量节奏有所扰动。但随着 DDR5 逐渐渗透及电车智能化持续发展，我们预计 23Q1 公司收入端和利润端均有望实现上行。

3.14 海康威视：确定性受益于数字经济的安防复苏龙头

2023 年一季度 G 端招标的回暖在难以充分兑现成收入，B 端的修复也在推进，考虑到 2022 年一季度，安防行业仍处于景气较高水位，我们预计公司 23Q1 收入端基本持平，利润端随着元器件价格的下行，有小幅提升的预期（0-5%）。

3.15 思特威：安防端复苏可期，车载端静待花开

23Q1 公司仍处去库存关键时期，全年增量预计更多体现在 Q3/Q4，因此 Q1 收入端预计仍有承压，预计同比略降。利润端因 2022 年公司在需求低迷期间仍保持平台型高研发投入，对净利率造成影响。截至目前平台型业务已基本搭建完毕，自 23Q1 起预计不会产生更多新增投入，因此预计利润端同比基本持平。

3.16 天岳先进：产能及良率稳步提升，公司年内净利润有望转正

济南厂产能持续爬坡，临港项目导电型衬底陆续释放，产能利用率提升支撑业绩稳步增长。预计 23Q1 营收 1.65 亿元，同比增 144% 左右，利润端全年维度有望扭亏为盈，23Q1 预计亏损减少。

3.17 立讯精密：23Q1 主业稳中有进，MR 业务有望接力

受 2022 年末市场影响，公司新增消费组装类业务份额与预期于 23Q1 实现出货并兑现业绩，考虑友商原有订单计划及相关公告公示内容，预计 iPhone 端高端款+AirPods 端新增份额，预计收入端同比增 30-35%。考虑到手机整机代工规模较大且净利率水平较其他条线较低，预计利润端增速略弱于收入端，预计增 30% 左右。

3.18 歌尔股份：偶发事件影响逐渐消散，平台型发展已初具规模

公司单一产品线偶发事件影响逐渐消散，整机代工类业务后续有望企稳。除传统代工外，VR 相关业务已逐渐枝繁叶茂，成为公司重要增长动能。2023 年受终端客户有望再次发布正代产品影响，全年业绩预计仍有增长亮点。预计 23Q1 收入及盈利端同比预计基本持平。

3.19 三利谱：偏光片开启温和复苏周期，竞争策略致 Q1 盈利可能承压

自 2023 年 3 月以来面板价格陆续回暖，有望代工公司偏光片稼动率陆续恢复至正常水平。VR 膜材业务继续保持较强竞争优势，有望充分挖掘新客户新业务。考虑到公司潜在份额竞争需求，价格和业绩回补或将略有延迟，预计 23Q1 整体收入同比小幅下滑，利润端受价格策略影响可能承压。

4 投资建议

以安全+复苏+创新三大投资主线为基点，我们认为半导体设备材料零部件公司应更多关注其合同负债/在手订单、新品进展/晶圆厂 Capex 等核心指标；消费复苏类芯片与元器件公司则以关注其库存去化节奏，价格水位、供需格局等因素为主。同时，作为 2023 年内重大创新成果，以 GPT 为代表的人工智能开始为电子产品的潜在下游应用提供更多更广泛的场景通道，在硬件端有望形成以算力芯片→算力器件→云侧服务器→端侧 AIOT 为核心的路径。因此我们认为，AI 业务相关度、结构占比及相关产品推出进展将是把握创新主线机会的重要抓手。

5 风险提示

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>