

# 2019Q3 TWS 市场苹果依旧领先 国内增速明显

——电子



## 投资摘要:

### 市场回顾:

本周(2019.11.11-2019.11.15)上证指数下跌 2.46%，深证成指下跌 2.50%，创业板指下跌 2.13%，申万电子指数上涨 0.07%，位列申万 28 个一级行业涨跌幅第 2 位。目前，电子板块 TTM 市盈率为 38.9 倍，位列申万 28 个一级行业的第 3 位。

- 股价涨幅前五名：漫步者、精研科技、三安光电、韦尔股份、北京君正；
- 股价跌幅前五名：福光股份、智动力、海洋王、易德龙、英唐智控。

### 每周一谈：2019Q3 TWS 市场苹果依旧领先 国内增速明显

自 10 月 29 日苹果发布最新的 AirPods Pro 以来，TWS 耳机的热度再度被点燃。本次上线的 AirPods Pro 新增了主动降噪、IPX4 级别的抗汗防水功能，并且最长续航时间可以达到 4.5 小时。

根据 Counterpoint Research 的最新数据，2019 年三季度全球 TWS 耳机出货量达 3300 万台，而二季度出货量为 2700 万台，增幅达 22.22%。2019 年三季度全球 TWS 耳机出货额达 41 亿美元。

从区域上看，美国出货量占全球 31% 的市场份额，并且今年三季度是历史上首次单季出货量超过 1000 万台。中国市场 TWS 耳机增速明显，三季度较二季度增长 44%。

2019 年三季度，苹果的表现依旧抢眼，单季度市场份额占比 45% 依旧大幅领先其他厂商，但其市场占有率较二季度的 53% 下降了 8%。在第二季度以 8% 市占率排名第 2 的三星，在第三季度市占率下降到 6%，排名被小米反超下滑至第 3。小米通过 20 美元左右的低价款红米 AirDots 迅速扩张市场，并在中国国内市场大受欢迎，2019 Q3 市占率提升至 9%，排名也从二季度的第 4 名跃升至第 2 名。

目前 TWS 耳机市场上主流的传输方式有两种：苹果采用的监听式和大部分安卓手机采用的转发式。

- **监听式**：苹果 AirPods 双耳能够同步接收来自手机的音频数据。监听式两耳能同步接收信号，信号的延时较低且同步性更好。
- **转发式**：两耳之中有一只为主耳，数据先传输到主耳机，然后再通过主耳机转发至副耳机。转发式方案中转发过程增加了数据的延时，使得两耳数据同步性较差。同时，由于主要需承担数据转发，使得主耳的功耗比副耳要高，主耳的使用时间就相对下降。主耳机在转发数据过程中，数据容易被其他蓝牙及 wifi 信号干扰，在连接的稳定性方面相对差些。

**投资策略及组合**：随着苹果 AirPods Pro、亚马逊 Eco Buds、微软 Surface Earbuds 等新品的上市，TWS 耳机市场将迎来销量上的爆发。预计 2019 年全年 TWS 耳机全球市场出货量有望达 1.2 亿台。建议关注 TWS 产业链细分领域龙头企业，推荐组合：圣邦股份、韦尔股份、立讯精密、兆易创新、歌尔股份各 20%。

**风险提示**：下游需求低于预期；行业发展不及预期；行业竞争加剧风险。

评级

增持（维持）

2019 年 11 月 17 日

曹旭特

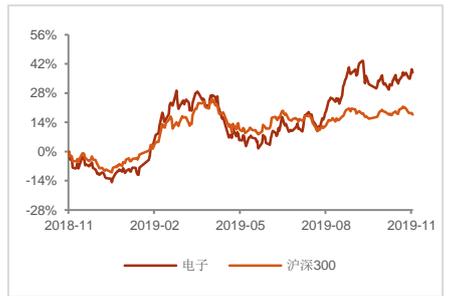
分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

## 行业基本资料

股票家数	253
行业平均市盈率	69.89
市场平均市盈率	16.55

## 行业表现走势图



资料来源：申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《电子行业研究周报：从 ASML “断供” 中芯国际看国内半导体设备情况》2019-11-11
- 2、《电子行业专题研究：半导体及 PCB 板块表现抢眼 显示行业仍处低谷》2019-11-05
- 3、《电子行业研究周报：2019 年三季度总结：半导体及 PCB 板块表现抢眼 显示行业仍处低谷》2019-11-04

## 1. 每周一谈：2019Q3 TWS 市场苹果依旧领先 国内增速明显

自 10 月 29 日苹果发布最新的 AirPods Pro 以来，TWS（True Wireless Stereo 真无线立体声）耳机的热度再度被点燃。本次上线的 AirPods Pro 新增了主动降噪、IPX4 级别的抗汗防水功能，并且最长续航时间可以达到 4.5 小时，官方平台售价 1999 元。

图1：苹果 Airpods Pro



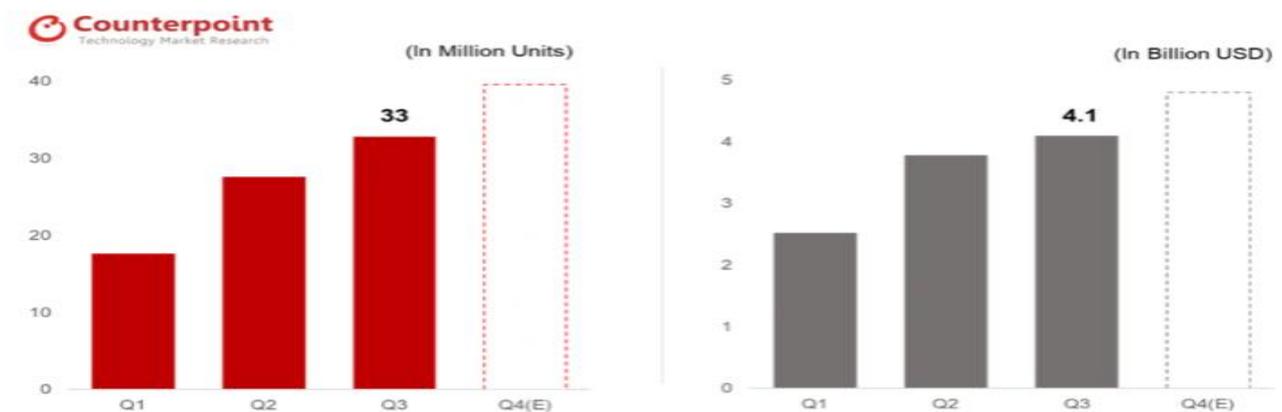
资料来源：京东商城，申港证券研究所

自苹果在 2016 年底推出 AirPods 后，带动了 TWS 耳机风靡全球，随后索尼、B&O、三星、华为、小米、vivo、OPPO 等传统耳机厂商及终端手机品牌厂商也迅速跟进。

### 1.1 TWS 市场苹果一枝独秀

根据 Counterpoint Research 的最新数据，2019 年三季度全球 TWS 耳机出货量达 3300 万台，而二季度出货量为 2700 万台，增幅达 22.22%。2019 年三季度全球 TWS 耳机出货额达 41 亿美元。

图2：2019 年全球 TWS 耳机出货量及销售额情况

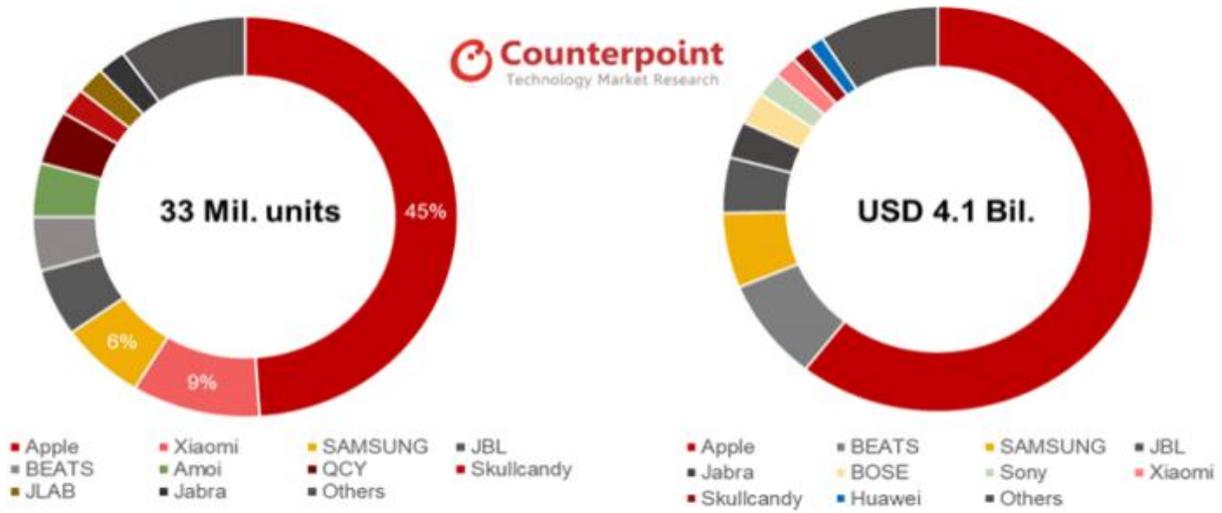


资料来源：Counterpoint Research，申港证券研究所

从区域上看，美国出货量占全球 31% 的市场份额，并且今年三季度是历史上首次单季出货量超过 1000 万台。中国市场 TWS 耳机增速明显，三季度较二季度增长 44%。

2019 年三季度，苹果的表现依旧抢眼，单季度市场份额占比 45% 依旧大幅领先其他厂商，但其市场占有率较第二季度的 53% 下降了 8%。在第二季度以 8% 市占率排名第 2 的三星，在第三季度市占率下降到 6%，排名被小米反超下滑至第 3。小米通过 20 美元左右的低价款红米 AirDots 迅速扩张市场，并在中国国内市场大受欢迎，2019 Q3 市占率提升至 9%，排名也从第二季度的第 4 名跃升至第 2 名。

图3：2019 Q3 全球 TWS 耳机各品牌出货量及销售额情况



资料来源：Counterpoint Research，申港证券研究所

### 1.2 TWS 耳机传输方式：监听式 vs 转发式

目前 TWS 耳机市场上主流的传输方式有两种：苹果采用的监听式和大部分安卓手机采用的转发式。

苹果 Airpods 的传输方式采用自主的专利技术，两个耳机之间加入了私有协议，使得双耳能够同步接收来自手机的音频数据，这种技术方案即“监听式”方案。监听式方案的特点是两耳能同步接收信号，信号的延时较低且同步性更好，从而使得 Airpods 有着更为良好的用户体验。

非苹果厂商大多采用“转发式”方案，即两耳之中有一只为主耳，数据先传输到主耳耳机，然后再通过主耳耳机转发至副耳耳机。转发式方案中转发过程增加了数据的延时，使得两耳数据同步性较差。同时，由于主要需承担数据转发，使得主耳的功耗比副耳要高，主耳的使用时间就相对下降。主耳耳机在转发数据过程中，数据容易被其他蓝牙及 wifi 信号干扰，在连接的稳定性方面相对差些。

由于信号连接的稳定性、数据的同步性及待机时长等方面的差距，非苹果类 TWS 耳机的用户体验远不及苹果的 Airpods，从而使得苹果 Airpods 在市场上有着极高的市占率。

### 1.3 TWS 耳机持续火爆 产业链公司有望受益

随着苹果 AirPods Pro 的推出，TWS 市场再度被点燃，TWS 产业链公司受到更多的市场关注。

立讯精密和歌尔股份是苹果 AirPods 供应链的核心 ODM 厂商。立讯精密从 2017 年开始成为苹果 AirPods 的代工厂商，随着 AirPods Pro 的热销，公司的 AirPods Pro 业务订单有望增加。从公司的 2019 三季度报告来看，公司的存货比上年末上升 111.76%，增加 529,182.00 万元，主要是业绩增长备料增加所致。较 2019 年 6 月 30 日环比增加 41.81 亿元，其中约 35 亿元为客户新品备货，预计将在 10 月和 11 月销售。公司存货量大增，主要是为 AirPods Pro 备货所导致。

目前，从苹果官网来看，AirPods Pro 的发货周期需要 2-3 周，AirPods Pro 备货不足，立讯精密和歌尔股份作为 AirPods Pro 的核心代工厂，将接受更多的订单。

兆易创新是国内 Nor Flash 的龙头企业，TWS 耳机为配置更多功能，需要配置 Flash。随着 TWS 耳机的发展，搭配大容量 Nor Flash 成为一种趋势。TWS 耳机的热销，公司作为国内 Nor Flash 龙头将直接受益。

圣邦股份是国内模拟芯片的龙头企业，主营电源管理产品和信号链产品。公司的充电管理芯片 SGM40561 广泛应用于国内 TWS 耳机，如华为 Freebuds、小米蓝牙耳机 AirDots 青春版、网易云音乐蓝牙音频接收器及魅族 POP 真无线蓝牙耳机等。

韦尔股份是国内分立器件和被动器件的龙头企业，公司的过流保护芯片 WS3210C 已成功应用到华为的 FreeBuds 2 Pro 及小米蓝牙耳机 Air 中。

### 1.4 投资策略

今年四季度随着苹果 AirPods Pro、亚马逊 Eco Buds、微软 Surface Earbuds 等新品的上市，TWS 耳机市场将迎来销量上的爆发。预计 2019 年全年 TWS 耳机全球市场出货量有望达 1 亿 2000 万台。

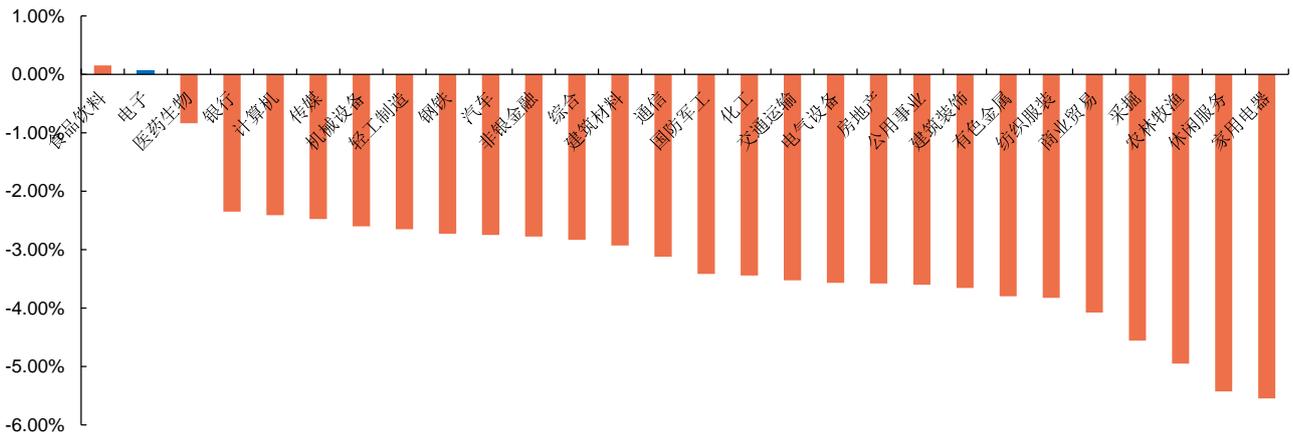
随着 TWS 耳机的热销，国内相关产业链的公司有望受益。建议关注 TWS 耳机产业链相关标的公司，如苹果 AirPods 代工厂立讯精密和歌尔股份、国内 Nor Flash 龙头企业兆易创新、模拟芯片龙头圣邦股份以及分立器件龙头韦尔股份等。

## 2. 市场回顾

本周（2019.11.11-2019.11.15）上证指数下跌 2.46%，深证成指下跌 2.50%，创业板指下跌 2.13%，申万电子指数上涨 0.07%，位列申万 28 个一级行业涨跌幅第 2 位。目前，电子板块 TTM 市盈率为 38.9 倍，位列申万 28 个一级行业的第 3 位。

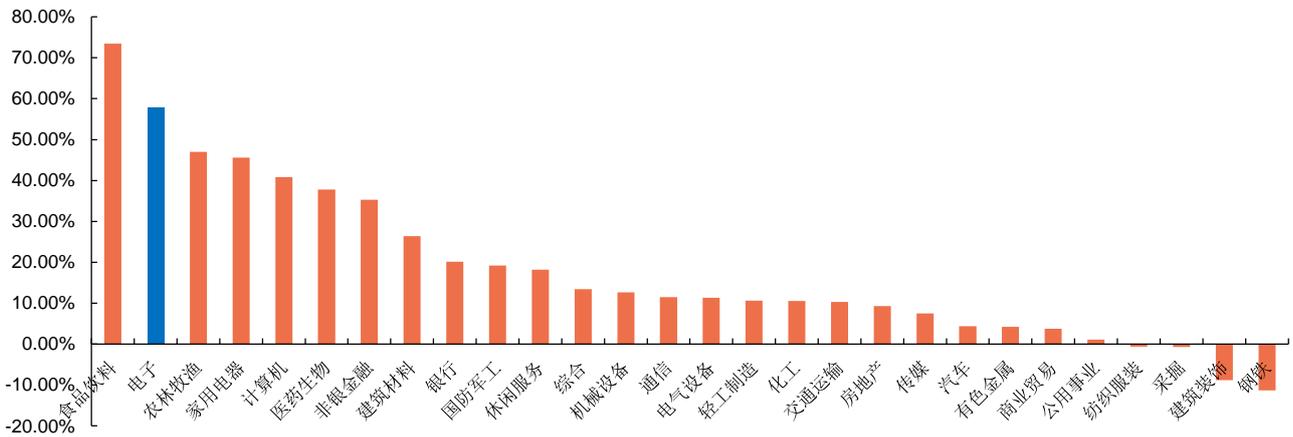
自 2019 年初至今，上证综指、深证成指、创业板指、申万电子指数分别上涨 15.94%、33.26%、33.93%、57.93%，电子指数在申万一级行业排名涨跌幅第 2 名。

图4：申万一级行业指数周涨跌幅



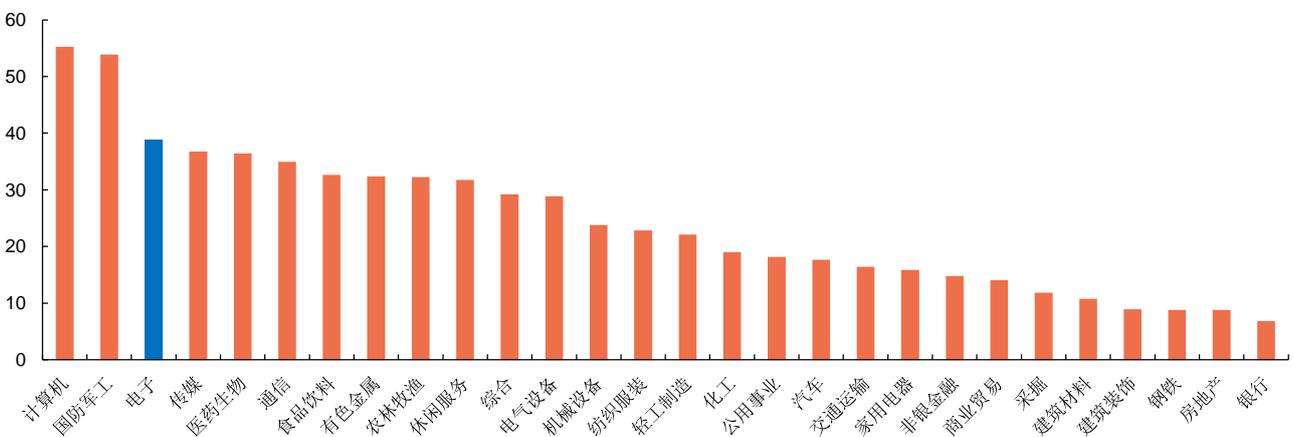
资料来源：wind，申港证券研究所

图5：申万一级行业年初至今涨跌幅对比



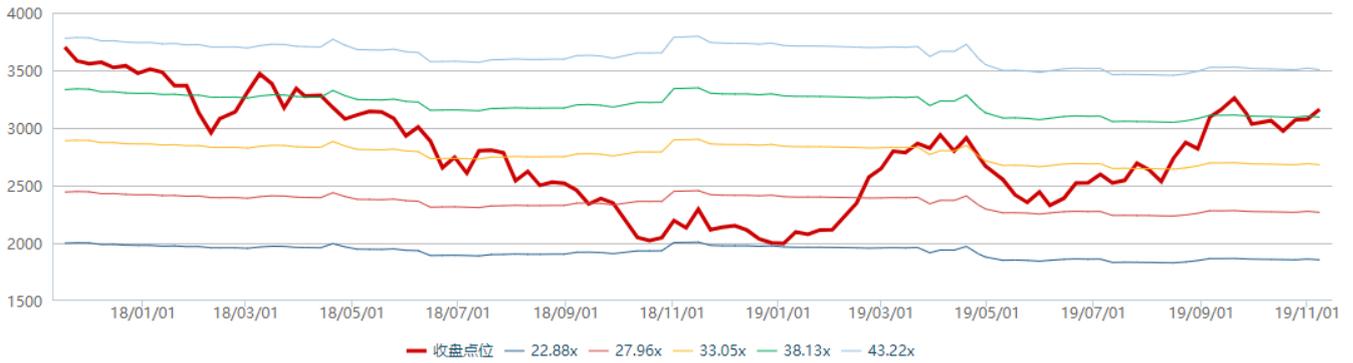
资料来源：wind，申港证券研究所

图6：申万一级行业 PE (TTM) 对比



资料来源：wind，申港证券研究所

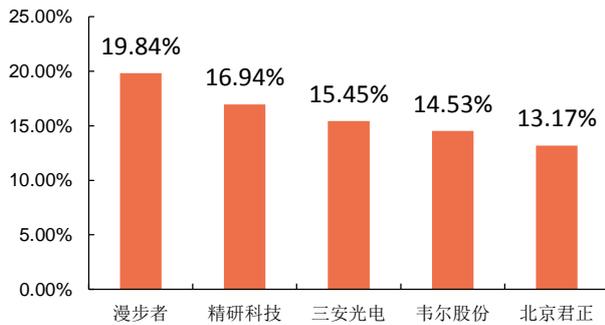
图7：电子行业估值水平(PE-TTM)



资料来源：wind，申港证券研究所

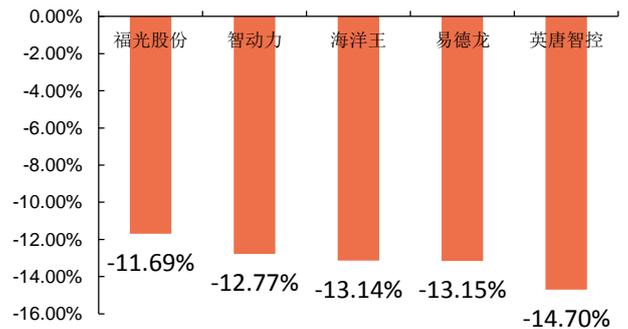
个股方面，本周涨幅前五的股票是漫步者、精研科技、三安光电、韦尔股份、北京君正；跌幅靠前的是福光股份、智动力、海洋王、易德龙、英唐智控。

图8：SW 电子成分本周涨幅前 5



资料来源：wind，申港证券研究所

图9：SW 电子成分本周跌幅前 5



资料来源：wind，申港证券研究所

### 3. 行业新闻

#### 3.1 半导体

硅片出货量连续四个季度下降。美国加州时间 2019 年 11 月 12 日，根据 SEMI SMG(Silicon Manufacturers Group)季度分析数据，2019 年第三季度全球硅片面积出货量总计 29.32 亿平方英寸，比第二季度的 29.83 亿平方英寸下降了 1.7%，比 2018 年同期下降 9.9%，这标志着连续第四个季度的下降。

应用材料 2019 财年营收达 146 亿美元 同比减少 13%。11 月 16 日消息，据国外媒体报道，半导体制造设备供应商应用材料 (Applied Materials) 日前发布了截止于 2019 年 10 月 27 日的 2019 财年第四季度及全年财务报告。报告显示，应用材料 2019 财年营收达 146 亿美元，同比减少 13%。应用材料第四财季公司实现营收 37.5 亿美元，与去年同期持平。基于 GAAP (一般公认会计原则)，应用材料第四财季毛利率为 43.5%，营业利润为 8.64 亿美元，占净销售额的 23.0%，每股盈余 (EPS) 为 0.75 美元。

上交所、上海市科创中心、中科院多方合作 推进集成电路产业发展。为更快推进

集成电路产业发展，14日，上海证券交易所发行上市服务中心、上海市科技创新中心，分别与中科院上海微系统所下属科技成果转化与产业化平台新微科技集团签署了战略合作备忘录，并共同举行了科创企业上市服务中心联合培育仪式。

**美开发出新型可拉伸、可降解半导体材料。**据科技日报报道，美国斯坦福大学研究人员13日在美国化学学会期刊《ACS 核心科学》上发表研究报告称，他们开发出一种可拉伸、可完全降解，并能在应变时保持稳定电气性能的半导体材料。研究人员称，这一同时具有3种不同属性的新材料有望在医疗、环境监测、信息安全等领域得到广泛应用。

**鸿海的半导体布局：不涉足制造领域 重点投资 IC 设计。**11月13日，鸿海董事长刘扬伟在召开法说会时被问到鸿海在半导体产业的布局部分，对此，刘扬伟重申之前所说的，鸿海将不会介入重资产投资的制造领域。刘扬伟指出，鸿海在半导体产业的布局上，在应用的部分主要集中在电动车、数字医疗和机器人等三大领域上，而这些领域需要的关键技术，在未来3年到5年内就会是鸿海半导体发展的重心。

**龙芯微半导体项目落户江西萍乡湘东。**11月11日，福斯特智能制造产业园项目和龙芯微半导体项目正式落户江西萍乡湘东区，总投资60亿元。据了解，该项目重点发展集成电路、微电子，并把上下游企业配套整合在一起，打造半导体芯片、卫星导航、智能制造、产学研开发院、5G移动通信等五大板块。而智能制造产业园一期投资35亿元的龙芯微半导体项目，主要生产DFN、QFN、SOP、DIP等系列产品的封装、测试。

**CISSOID 与国芯科技签署战略合作协议。**11月15日，高温半导体解决方案商CISSOID 宣布与湖南国芯半导体科技有限公司签署战略合作协议，双方将携手开展宽禁带功率技术的研究开发，充分发挥其耐高温、耐高压、高能量密度、高效率等优势，并推动其在众多领域实现广泛应用。CISSOID 公司是来自比利时的高温半导体解决方案领先厂商，拥有在航空航天、石油、汽车等多个要求严苛的领域验证过的、应用超过10年的驱动器产品，这些驱动器产品具有耐高温、高可靠性、高鲁棒性等特性，可以助力宽禁带半导体功率模块在各类系统应用中充分发挥其性能优势。

**英伟达第三财季营收 30 亿美元 营收净利润均不及上一财年同期。**11月15日消息，图形处理器厂商英伟达的财报显示，其在2020财年第三财季营收30亿美元，环比增长17%，但却不及上一财年同期，净利润也明显低于上一财年同期。英伟达的财报是在当地时间周四发布的，财报显示在截至10月27日的2020年第三财季，英伟达的营收为30.14亿美元，较第二财季的25.79亿美元增长17%，低于上一财年同期的31.81亿美元，同比下滑5%。

**台积电今年10月营收达244亿元 同比增长4.4%。**11月11日消息，台湾地区半导体制造商台积电日前公布了10月营收报告。报告显示，台积电今年10月营收为新台币1060.4亿元（约合人民币244亿元），同比增长4.4%，较上月增长3.8%。台积电2019年1至10月营收约为新台币8,587亿8,800万元，较去年同期增加了1.8%。

**联发科今年10月营收达50.6亿元 同比增长5.6%。**11月11日消息，芯片设计公司联发科日前发布了10月营收报告。报告显示，联发科今年10月营收为新台币

220.03 亿元（约合人民币 50.6 亿元），同比增长 5.6%。联发科今年前 10 月营收合计为新台币 2035 亿元，同比增长 2.79%。

**A 股半导体公司汇顶科技、韦尔股份、闻泰科技被纳入 MSCI 指数。**11 月 12 日消息，11 月 8 日，A 股迎来 MSCI 第三次扩容计划，MSCI 宣布将把指数中的所有中国大盘 A 股纳入因子从 15% 增加至 20%，同时，中国 A 股在 MSCI 中国指数和 MSCI 新兴市场指数中的权重将分别提升为 12.1% 和 4.1%。MSCI 中国 A 股在岸指数成份股中将有 47 只新增和 38 只剔除，新增成份股变动将在 2019 年 11 月 26 日营业日结束后生效。其中，A 股半导体公司汇顶科技、韦尔股份、闻泰科技首次被纳入。

### 3.2 消费电子

**夏普联手 NHK 研制 30 英寸可卷曲 4K OLED 显示屏。**据外媒报道，夏普和 NHK 联手，研发出了一款 30 英寸的可卷曲 4K @ 60Hz OLED 显示屏。作为一款主打轻薄的产品，其封装厚度只有 0.5mm、重量只有 100 克。收纳的时候，其能够卷曲成直径约 4 厘米的圆柱形。这款实验性的 30 英寸 OLED 显示屏原型提供了 3840×2160 的分辨率和 60Hz 的刷新率，它将在 11 月中旬的贸易展上亮相，但夏普尚未披露将于何时开始量产。夏普在日本的一加工厂中，使用气相沉积法生产了这种 30 英寸柔性 OLED 显示屏，借助薄膜基板和 IGZO 薄膜晶体管来驱动单个 OLED RGB 子像素元件。

**华硕与谷歌合作，将推出信用卡大小的电脑。**根据 AnandTech 的报道，华硕和谷歌联手开发了一款名为 Tinker Board 单板电脑，大小接近普通的信用卡，用于构建小型系统，运行人工智能推理应用程序。首批推出的两款产品是 Tinker Edge T 和 Tinker Edge R，前者基于 NXP i，而 Tinker Edge R 则搭载 Rockchip RK3399 Pro 处理器，NPU 支持 4K 机器学习，支持 Android 和 Debian 操作系统，也可安装 Linux 或其他操作系统。

**JDI 持续亏损 资不抵债额逾 1000 亿日元。**11 月 14 日消息，据国外媒体报道，半导体显示技术公司、日本显示器公司 JDI (Japan Display Inc., 简称 JDI) 日前公布了 2019 财年中中期 (4 至 9 月) 财报，财报显示，JDI 持续亏损，资不抵债金额扩大。报告显示，2019 财年中中期，JDI 销售额同比增长 11.0% 至 2377 亿日元，由于最大客户苹果发售新产品以及部分出货提前而出现增长。JDI 亏损 1086 亿日元 (约合人民币 70 亿元)，主要因计入结构性改革费用，去年同期亏损为 95 亿日元。截至 9 月底，JDI 资不抵债金额扩大至 1016 亿日元 (约合人民币 66 亿元)。

**合肥长鑫 19nm DRAM 内存芯片产能增加。**最新报道称，合肥长鑫正逐步提到 19nm DRAM 芯片的产能，目标是月产 4 万片晶圆。存储器产品占到了我国每年进口半导体芯片中的大头，其中 DRAM 内存芯片占比最高，有 20% 以上。长鑫存储董事长兼首席执行官朱一明介绍，投产的 8Gb DDR4 通过了多个国内外大客户的验证，今年底正式交付，另有一款供移动终端使用的低功耗产品也即将投产。长鑫的 DRAM 技术主要来自奇梦达，包括将后者一千多万份有关 DRAM 的技术文件及 2.8TB 数据收归囊中。

## 4. 重点公司动态

**海康威视与世茂集团签订战略合作协议。**2019年11月14日，海康威视与世茂集团在上海签署战略合作框架协议。此次合作，世茂将充分发挥在地产、酒店、商业、主题娱乐、物管等方面的深厚场景业务理解能力及应用能力，结合海康威视在视频应用、视觉分析、智能安防、物联网、大数据等方面的丰富经验，持续完善各业务场景下安防管理、物业管理、设备管理等智慧解决方案，推进世茂集团全产业智能化升级。根据协议，未来双方将在多个领域开展全面的合作，在地产创新业务方面，双方将共同推进智慧社区、智慧酒店、智慧商业的示范建设，联手打造行业标杆级项目；在智能家居方面，双方将共同探讨未来技术发展趋势和落地应用，并合作开发新型智慧家居产品，为用户带来世茂智慧家庭产品及服务升级体验。

**尔必达末任社长兼 CEO 出任紫光集团高级副总裁兼日本分公司 CEO。**紫光集团15日宣布：任命尔必达末任社长兼 CEO 坂本幸雄（Yukio Sakamoto）为紫光集团高级副总裁兼日本分公司 CEO，坂本幸雄将借助紫光集团的整体优势，负责拓展紫光在日本市场的业务。据紫光集团介绍，坂本幸雄在 DRAM 领域具有 30 余年的从业经验，在技术以及战略发展上拥有优秀的领导力。坂本幸雄先生曾任日本德州仪器副社长、神户制钢电子信息科半导体部门总监、联日半导体社长兼代表董事，及尔必达存储社长、代表董事兼 CEO。

**中芯国际发布 2019 年 Q3 财报 全面启动加速成长。**二零一九年第三季的销售额为捌亿壹仟陆佰伍拾万美元，较二零一九年第二季的柒亿玖仟零玖拾万美元增加 3.2%，相比二零一八年第三季为捌亿伍仟零柒拾万美元。不含阿韦扎诺 200mm 晶圆厂，二零一九年第三季的销售额为捌亿零贰佰捌拾万美元，较二零一九年第二季的柒亿伍仟陆佰陆拾万美元增加 6.1%，相比二零一八年第二季为柒亿玖仟玖佰陆拾万美元。

**三安光电拟定增募资不超 70 亿元 格力认购 20 亿。**11月11日，LED 芯片企业三安光电（600703）发布 2019 年度非公开发行 A 股股票预案，拟非公开发行不超过 8.16 亿股，募集资金总金额不超过 70 亿元，投入半导体研发与产业化项目。预案披露，本次非公开发行的特定对象为先导高芯、格力电器，共 2 名特定对象。本次非公开发行拟募集资金总额为不超过 700,000 万元，其中，先导高芯拟认购金额为 500,000 万元，格力电器拟认购金额为 200,000 万元。

**士兰微增资两参股公司 加快建设 12 寸 IC 芯片等两条生产线。**日前，士兰微发布公告宣布拟向两参股公司分别增资 7,507.35 万元、5,111.1 万元，助推 12 寸集成电路芯片生产线和化合物半导体生产线的建设。公告显示，公司参股公司厦门士兰集科微电子有限公司拟新增注册资本 50,049 万元。公司拟与厦门半导体投资集团有限公司按目前股权比例，以货币方式同比例认缴士兰集科本次新增的全部注册资本 50,049 万元，其中：本公司认缴 7,507.35 万元；厦门半导体投资集团认缴 42,541.65 万元。增资完成后，士兰集科的注册资本将由 200,000 万元增加为 250,049 万元。

**TCL 集团今日斥资 1974.65 万元回购股份 成交均价 3.52 元。**11月15日消息，半导体显示技术公司 TCL 集团(SZ:000100)今晚发布了关于回购公司股份的回购进展公告。公告显示，TCL 集团今日斥资 1974.65 万元回购股份，成交均价 3.52 元。

TCL 集团称，自首次实施回购至 2019 年 11 月 15 日，公司已通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购股份数量 534,073,922 股，占公司总股本的 3.95%，最高成交价为 4.17 元/股，最低成交价为 3.13 元/股，成交均价为 3.41 元/股，成交总金额为 182,006.94 万元（不含交易费用）。

**汇顶科技：入围全球半导体联盟 2019 年度两大奖项提名。**11 月 15 日消息，昨日从汇顶科技处得到消息，全球半导体联盟（简称 GSA）公布了 2019 年度大奖提名，汇顶科技成功入围 GSA 两大奖项的提名榜单，分别为“最受尊敬半导体上市公司奖”和“最佳财务管理半导体公司奖”。

**华虹半导体今年第三季度盈利 4440 万美元 同比下降 12.8%。**11 月 13 日消息，港交所上市公司华虹半导体日前发布了 2019 年第三季度报告。报告显示，华虹半导体今年第三季度销售收入 2.39 亿美元，同比下降 0.9%，第三季度盈利 4440 万美元，同比下降 12.8%。

**京东方已从今年 10 月份开始量产 Micro OLED 面板。**11 月 12 日消息，据国外媒体报道，半导体显示技术公司京东方（BOE）已从今年 10 月份开始在中国云南昆明量产 Micro OLED 面板。目前，Micro OLED 面板主要用于望远镜，但现在京东方正将其用于 AR/VR 眼镜、无人机用第一人称视角（FPV）护目镜、投影机等产品中。

## 5. 风险提示

下游需求低于预期；行业发展不及预期；行业竞争加剧风险。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上