

中国多媒体平台型龙头 20Q4 经营有望创历史新高

——晶晨股份 (688099.SH) 跟踪报告之一

买入 (维持)

当前价：90.52 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

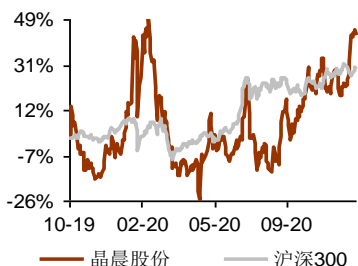
联系人：栾玉民

luanyumin@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.11
总市值(亿元)：	372.10
一年最低/最高(元)：	41.33/92.90
近3月换手率：	53.21%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	14.72	8.79	-14.92
绝对	17.08	9.93	6.99

资料来源：Wind

相关研报

全球智能终端 SoC 芯片龙头的崛起——晶晨股份 (688099.SH) 投资价值分析报告
.....2020-10-13

要点

晶晨股份是国内智能机顶盒和智能电视SoC芯片龙头。公司致力于多媒体智能终端应用处理器芯片的研究开发，具体细分为智能机顶盒SoC芯片、智能电视SoC芯片、AI音视频系统终端SoC芯片、Wi-Fi和蓝牙芯片、汽车电子芯片等。2018、2019年和2020年前三季度分别实现收入23.69、23.58和17.65亿元，净利润分别为2.83、1.58和-0.13亿元；毛利率分别为34.81%、33.93%和30.86%。

目标远大。晶晨股份在过去10年的发展历程中，晶晨直面全球芯片巨头华为海思、联发科、博通的竞争，构筑核心竞争力，做到机顶盒、智能电视主芯片、AI音视频芯片全球市占率不断提升。随着WiFi5数传芯片的研发成功，晶晨未来将从多媒体公司向多媒体平台型企业进阶。

成长清晰。机顶盒SoC海外份额提升、Wi-Fi 5数传芯片卡位国内前三后自给配套和对外销售、智能电视SoC份额增长、智能视觉SoC和AI芯片放量等是晶晨主要成长逻辑。智能机顶盒SoC芯片、智能电视SoC芯片、Wi-Fi和蓝牙芯片全球市场分别约3.5、2.5、32.0亿颗，晶晨股份2019年出货量约5031、2665、0万颗，全球市占率仅14%、11%和0%；三大产品线2019年全球市场空间分别约35、13、200亿美元，合计约250亿美元，相较晶晨2019年约3.4亿美元销售额，未来成长空间巨大。

20Q3已现拐点，未来具备较大业绩弹性。由于新产品研发、新冠疫情等因素导致晶晨在2019Q1-2020Q2经营承压，展望未来，晶晨主要产品均在台积电代工，已实现12nm工艺制程的突破，性能、功耗、价格相较海内外厂商均有竞争力。晶晨在未来收入快速增长可期且在费用可控的情况下，业绩可能具备较大的弹性。

1、四大核心逻辑驱动收入快速成长

1、成长逻辑之一——智能机顶盒SoC芯片：海外市场加速拓展，中国市场直面海思竞争。公司智能机顶盒SoC芯片2019年实现收入12.5亿元、销售量5031万颗、平均价格约25元RMB，预计国内销售占比超过90%。根据格兰研究，全球和中国智能机顶盒2018年出货量分别约3.5亿台和9500万台。

1.1、国内业务：超越海思成国内龙头。中国智能机顶盒SoC芯片市场基本呈现CR2竞争格局，2018年华为海思和晶晨市占率分别为60.7%和32.6%，2019年晶晨已超过海思成为国内第一；

1.2、国际业务：谷歌和Netflix带领晶晨布局海外市场。2020年海外市场机顶盒销量约3亿台，其中IPTV和OTT的互联网机顶盒占比较低，未来互联网机顶盒渗透率有望持续提升。海外机顶盒主芯片中，博通一家独大且芯片单价高于10美金。晶晨2019年约5000万颗销量主要售往国内市场，在海外市场占比较低，随着未来海外销售占比提升，晶晨股份机顶盒业务量价齐升将成大势所趋。

(1) 晶晨作为谷歌的参考设计提供方，有望跟随谷歌的大屏战略，积极抢占海外机顶盒市场。晶晨12nm芯片已获得谷歌认证，具备较强的竞争力。

(2) 晶晨近期与创维合作开发可用于Netflix的RDK平台，海外运营商将能更加有效部署RDK机顶盒。Netflix是全球最大的流媒体订阅服务提供商，全球付费用户约1.8亿人，晶晨与创维和Netflix的合作加深有望打开公司在海外机顶盒市场的拓展空间。

2、成长逻辑之二——智能电视 SoC：目前处于缺货状态，晶晨已现涨价趋势。全球电视销量约 2.4 亿台，剔除三星/LG/索尼约 8000 万台后，国内厂商约 1.6 亿台。一方面考虑到 2019 年晶晨股份智能电视 SoC 出货量仅约 2600 万颗，份额仍低；另一方面考虑到小米和 TCL 是晶晨股份股东，且 TCL 在 2019 年占晶晨收入约 5.5%，占比较低，随着晶晨与 TCL 合作逐渐加深，2021 年起 TCL 出货量有望逐步增加；此外，考虑到三大杯延迟和疫情期间的需求提升，2021 年电视仍有望持续增长，因此未来晶晨电视 SoC 业务有望持续成长。

3、成长逻辑之三——WiFi 数传芯片：Wi-Fi 5 卡位中国前列，自给配套和对外销售空间巨大。目前全球每年约新增 40 亿+Wi-Fi 设备，相较 Wi-Fi MCU，用于各种终端设备的 Wi-Fi 数传芯片空间巨大且壁垒高企，全球仅有美国博通和高通、台湾联发科和瑞昱、中国大陆华为海思和展锐 6 家企业可以研发出 Wi-Fi 5 数传芯片。晶晨股份经过 10 年研发，成为中国第 3 家、全球第 7 家研发出 Wi-Fi 5 数传芯片的公司，目前也在积极研发 Wi-Fi 6 数传芯片。晶晨主芯片销售量在 2019 年和 2020 年分别约 0.9 亿颗和超过 1 亿颗，远期主芯片销售量有望超过 2 亿颗，考虑到主芯片和 Wi-Fi 芯片的 1:1 配套，未来 Wi-Fi 芯片自给和外销均空间巨大，按照单颗 Wi-Fi 5 数传芯片约 1.0-1.5 美元计算，WIFI 业务未来有望为晶晨股份增厚约 1~3 亿美元、7~20 亿元 RMB 收入。

图表 1：晶晨股份各个业务线市场和经营情况

	智能机顶盒 SoC	智能电视 SoC	Wi-Fi 芯片	AI 音视频芯片——智能音箱	AI 音视频芯片——汽车电子	智能视觉
19 年全球市场空间 (亿元)	240	80	1350	28	3200	~190
2019 年全球出货量 (亿颗)	3.5	2.5	32	1.47	-	-
2019 年晶晨出货量 (亿颗)	0.50	0.27	0	0.13	0	0
2019 年晶晨单价 (元)	24.87 元	32.38 元	~10 元	18.74 元	-	-
晶晨销量占全球的比例 (%)	14.3%	10.7%	0%	8.8%	0%	0%
2019 年收入 (亿元)	12.5	8.6	0	2.4	0	0
晶晨收入占比 (%)	5.21%	10.75%	0%	8.57%	0%	0%
2019 年毛利率 (%)	37.19%	28.07%	-	38.00%	-	-
海外竞争对手	博通、联发科	联发科、瑞昱	博通、高通、瑞昱、联发科	联发科、高通、英特尔	英飞凌、意法半导体、恩智浦	安霸、派视尔
国内竞争对手	华为海思、中兴、瑞芯微、全志	华为海思、奕斯伟	海思、紫光展锐	全志科技、瑞芯微等	全志科技、瑞芯微等	海思、富瀚微、国科微

资料来源：Wind、公司公告、光大证券研究所整理

4、成长逻辑之四——AI 音视频终端芯片：短期智能音箱驱动成长，长期 AIoT、智能视觉、汽车电子空间广阔。公司 AI 音视频系统智能终端产品主要分为智能显示、智能监控、智能音箱、智能音视频控制中心。公司研发的 AI 音视频系统终端芯片和完整解决方案已在各领域得到广泛应用，合作客户包括百度、小米、若琪、Google、Amazon、JBL、Harman Kardon 等全球相关知名企业。

汽车电子：未来将积极布局汽车后座娱乐系统、汽车 MCU、ADAS 系统等。汽车自动化、智能化、网联化的趋势带动了汽车电子芯片的市场需求，公司在汽车电子广泛布局，包括汽车后座娱乐系统、汽车 MCU 和 ADAS 系统。在汽车娱乐系统上，公司与海外高端客户合作顺利，推出 12nm 制程 V 系列产品。在汽车 MCU 上，公司凭借 SoC 领域丰富技术积累且具有较大优势。在 ADAS 系统上，公司将持续扩大团队规模进行长期布局。

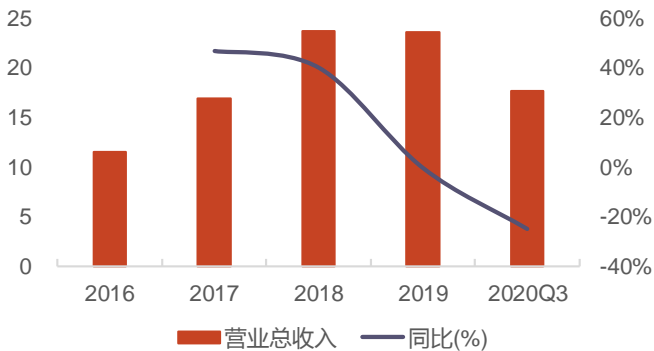
2、20Q3 拐点已现，20Q4 有望历史新高

20Q3 拐点已现，20Q4 有望高速增长。2020Q3，公司实现收入 8.20 亿元，同比增长 42%且环比增长 51%，单季度收入水平历史新高；实现归母净利润 4927 万元，同比增长 90%且环比较 2020Q2 的-2327 万元大幅扭亏，考虑 2020 年全年约 8075 万元和 20Q3 约 2500 万元股权激励费用，实际 20Q3 经营性净利润约 7500 万元，单季度盈利历史第二高点，仅次于 18Q4，2020 业绩拐点已现。

20Q3 现金流量表和资产负债表表现超越市场预期：现金流历史新高，存货历史最低。（1）20Q3 经营活动净现金流量 4.49 亿元，与 2018Q3~2020Q2 经营净现金流-1.46、2.27、-0.40、0.98、0.76、2.07、0.52、1.79 相比，创单季度历史新高。（2）20Q3 销售商品提供劳务的现金为 8.63 亿元，创单季度历史新高。

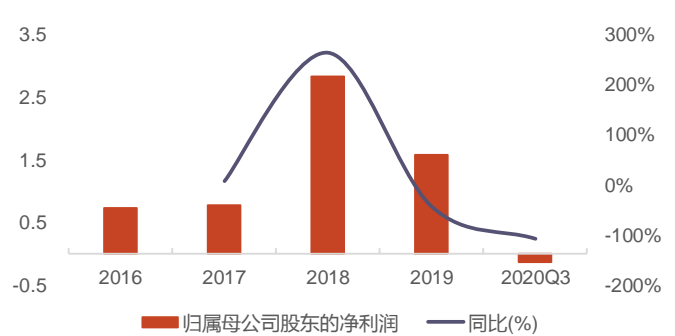
（3）20Q3 存货 2.25 亿元，由于目前产品供不应求且产品价格趋于上涨，存货已是历史最低水平。（4）20Q3 毛利率约 33.48%，环比提高 6.65pcts；20Q3 经营性净利率约 9%，同比提高约 4.7pcts；毛利率和净利率均已恢复到历史正常水平。

图表 2：2016-2020Q3 公司营业收入（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理与预测

图表 3：2016-2020Q3 公司归母净利润（亿元）

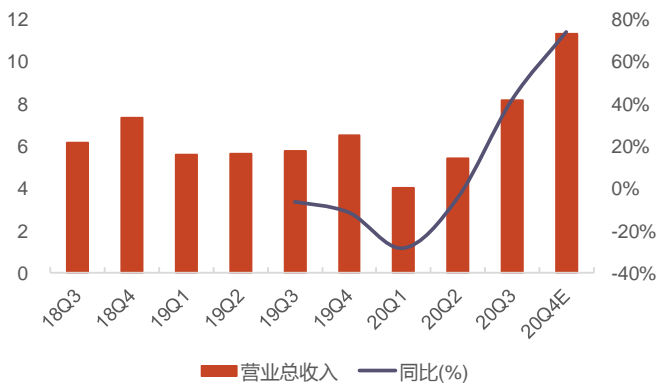


资料来源：Wind，光大证券研究所整理与预测

科创板上市公司业绩预告要求可以推导 2020Q4 业绩。科创板上市公司预计年度经营业绩将出现下列情形之一的，应当在会计年度结束之日起 1 个月内进行业绩预告：一是净利润为负；二是净利润与上年同期相比上升或者下降 50%以上；三是实现扭亏为盈。同时，如果科创板上市公司预计半年度和季度业绩出现以上情形之一的，也可以进行业绩预告。此外，科创板上市公司披露业绩预告后，预计本期业绩与业绩预告差异幅度达到 20%的，应当及时披露更正公告。

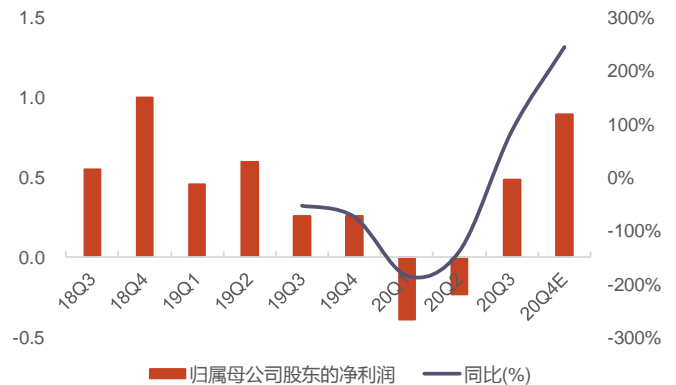
2020Q4 经营业绩有望创历史新高。晶晨 2019 年归母净利润为 1.58 亿元，由于晶晨股份在 2021 年 1 月底并未披露业绩预告，因此 2020 年业绩应该在 2019 年 1.58 亿元基础上同比增长或者下滑 50% 之内。我们以下滑 50% 最悲观情景预测，晶晨股份 2020 年业绩应该至少为 7902 万元，考虑到 2020 年前三季度业绩为亏损 1329 万元，因此晶晨股份 2020Q4 业绩至少为 9231 万元。考虑到 2020Q4 约 2000 万元以上股权激励费用，晶晨股份 2020Q4 经营性净利润应该超过 1.1 亿元，超过 2018Q4 约 1.0 亿元，2020Q4 有望创单季度业绩历史新高。

图表 4：2018Q3-2020Q4 公司单季度营业收入（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理与预测

图表 5：2018Q3-2020Q4 公司单季度归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理与预测

3、投资建议和风险因素

盈利预测、估值与评级。由于新产品研发和新冠疫情等因素导致晶晨股份 19Q1~20Q2 经营承压，我们认为海外业务放量、国内业务需求恢复、供需趋紧导致价格上涨将共同驱动 20Q4 业绩高增长。考虑海外高单价和 12nm 规模效应，未来净利率有望持续提升。我们维持公司 2020-2022 年归母净利润分别为 0.79、4.30、6.62 亿元，当前 372 亿元市值对应 PE 分别为 469x、87x、56x。考虑到公司长期成长空间宏大且短期经营拐点已现，维持“买入”评级。

风险提示：机顶盒芯片海外出货量不及预期、Wi-Fi 芯片研发进度不及预期。

图表 6：A 股重要半导体设计公司研发人员薪酬情况

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	19 年净利润 (亿元)	20E 净利润 (亿元)	公司人数	公司员工平均薪酬 (万)	研发人数数量	研发人员平均薪酬 (万)	研发人员总薪酬 (亿)	研发人员占比 (%)	毛利率
688008.SH	澜起科技	1,005	9.33	11.78	334	84.85	214	73.2	1.57	64.1%	74.0%
688099.SH	晶晨股份	372	1.58	0.79	894	46.28	708	44.1	3.12	79.2%	33.9%
603501.SH	韦尔股份	2,474	4.66	23.36	2865	44.96	1,476	41.6	6.14	51.5%	27.4%
603160.SH	汇顶科技	592	23.17	20.53	1623	41.65	1,478	40.9	6.05	91.1%	60.4%
300782.SZ	卓胜微	1,181	4.97	8.82	217	38.39	146	39.8	0.58	67.3%	52.5%
603986.SH	兆易创新	829	6.07	10.20	854	40.42	586	39.4	2.31	68.6%	40.5%
300661.SZ	圣邦股份	422	1.76	2.70	399	33.67	263	31.2	0.82	65.9%	46.9%
688002.SH	睿创微纳	418	2.02	5.00	861	14.77	393	15.6	0.61	45.6%	50.4%
603290.SH	斯达半导	363	1.35	1.83	643	12.29	145	15.0	0.22	22.6%	30.6%
002049.SZ	紫光国微	674	4.06	8.50	2192	28.22	1,133	5.3	0.60	51.7%	35.8%

资料来源：Wind、光大证券研究所，市值时间截止 2021-2-5 注：晶晨股份 20E 净利润盈利预测来自光大证券研究所，其余来自 Wind 一致预测

图表 7: 晶晨股份盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,369.07	2,357.73	2,900.01	4,167.05	5,980.87
营业收入增长率	40.14%	-0.48%	23.00%	43.69%	43.53%
净利润 (百万元)	282.53	158.04	79.43	429.95	662.06
净利润增长率	261.80%	-44.06%	-49.74%	441.27%	53.98%
EPS (元)	0.76	0.38	0.19	1.05	1.61
ROE (归属母公司) (摊薄)	25.19%	5.65%	2.81%	13.29%	17.57%
P/E	119	235	469	87	56
P/B	29.9	13.3	13.2	11.5	9.9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价截止 2021-2-5

图表 8: 晶晨股份收入拆分

单位: 亿元	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	11.50	16.92	23.69	23.58	29.00	41.67	59.80
一、智能机顶盒芯片	9.36	12.90	13.18	12.51	16.39	24.04	35.40
二、智能电视芯片	2.05	3.61	7.85	8.63	9.38	10.79	12.62
三、AI 音视频系统终端芯片	0.00	0.39	2.66	2.43	2.45	3.19	4.78
四、Wi-Fi 蓝牙连接芯片	0.00	0.00	0.00	0.00	0.77	3.15	6.00
五、其它业务	0.09	0.02	0.01	0.01	0.01	0.50	1.00
营业总收入 YoY (%)		47.09%	40.05%	-0.49%	23.00%	43.69%	43.53%
一、智能机顶盒芯片		37.82%	2.17%	-5.08%	30.98%	46.73%	47.25%
二、智能电视芯片		76.10%	117.45%	9.94%	8.71%	15.00%	17.00%
三、AI 音视频系统终端芯片			580.77%	-8.47%	0.83%	30.00%	50.00%
四、Wi-Fi 蓝牙连接芯片						309.09%	90.48%
毛利率 (%)	31.51%	35.19%	34.81%	33.93%	31.17%	35.42%	37.24%
一、智能机顶盒芯片	32.04%	36.37%	36.73%	37.19%	33.00%	38.00%	39.00%
二、智能电视芯片	28.23%	30.38%	30.67%	28.07%	26.00%	28.00%	30.00%
三、AI 音视频系统终端芯片		41.28%	37.61%	38.00%	36.00%	38.00%	41.00%
四、Wi-Fi 蓝牙连接芯片					40.00%	41.00%	42.00%
五、其它业务	52.47%	19.94%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,369	2,358	2,900	4,167	5,981
营业成本	1,544	1,558	1,996	2,691	3,753
折旧和摊销	74	91	22	28	35
税金及附加	10	4	3	13	18
销售费用	56	64	104	158	227
管理费用	70	91	110	146	203
财务费用	4	-13	-21	-33	-51
研发费用	376	462	624	792	1,166
投资收益	0.47	-1.98	0.00	0.00	0.00
营业利润	297.37	169.04	79.60	460.84	710.42
利润总额	295.98	169.12	84.34	461.24	710.82
所得税	13.64	12.07	5.90	32.29	49.76
净利润	282.34	157.06	78.43	428.95	661.06
少数股东损益	-0.19	-0.99	-1.00	-1.00	-1.00
归属母公司净利润	282.53	158.04	79.43	429.95	662.06
EPS(按最新股本计, 元)	0.76	0.38	0.19	1.05	1.61

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	185	341	381	921	951
净利润	283	158	79	430	662
折旧摊销	74	91	22	28	35
净营运资金增加	328	-31	-192	-257	20
其他	-499	123	471	721	234
投资活动产生现金流	-309	-1,825	-216	-200	-200
净资本支出	-368	-176	-200	-200	-200
长期投资变化	10	11	0	0	0
其他资产变化	49	-1,660	-16	0	0
融资活动现金流	2	1,512	134	517	648
股本变化	0	41	0	0	0
债务净变化	-14	-2	0	0	0
无息负债变化	211	3	787	1,679	2,473
净现金流	-102	35	298	1,238	1,399

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	34.8%	33.9%	31.2%	35.4%	37.2%
EBITDA 率	17.5%	15.6%	4.1%	9.0%	11.0%
EBIT 率	12.7%	9.8%	3.3%	8.4%	10.4%
税前净利润率	12.5%	7.2%	2.9%	11.1%	11.9%
归母净利润率	11.9%	6.7%	2.7%	10.3%	11.1%
ROA	17.2%	4.7%	1.9%	6.9%	7.2%
ROE (摊薄)	25.2%	5.6%	2.8%	13.3%	17.6%
经营性 ROIC	21.3%	16.2%	7.5%	48.3%	224.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	32%	16%	32%	48%	59%
流动比率	2.48	6.24	3.19	2.35	2.00
速动比率	1.41	5.23	2.71	2.02	1.69
归母权益/有息债务	40.43	108.54	109.70	125.47	146.15
有形资产/有息债务	51.50	120.23	151.95	232.85	349.48

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	1,646	3,323	4,139	6,224	9,229
货币资金	387	1,702	2,001	3,238	4,637
交易性金融资产	0	384	384	384	384
应收帐款	239	242	287	371	651
应收票据	0	0	15	21	36
其他应收款 (合计)	0	22	87	42	60
存货	529	463	519	734	1,234
其他流动资产	64	41	144	461	951
流动资产合计	1,223	2,862	3,456	5,292	8,005
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	10	11	11	11	11
固定资产	189	224	279	354	442
在建工程	4	0	105	184	243
无形资产	105	96	94	92	90
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	4	4	20	20	20
非流动资产合计	424	462	683	932	1,224
总负债	520	521	1,308	2,987	5,460
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	274	212	339	484	713
应付票据	0	0	14	22	26
预收账款	13	27	87	125	190
其他流动负债	64	50	430	1,380	2,740
流动负债合计	492	459	1,083	2,255	4,002
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	28	49	211	718	1,444
非流动负债合计	28	62	225	732	1,457
股东权益	1,126	2,802	2,832	3,237	3,769
股本	370	411	411	411	411
公积金	547	2,026	2,034	2,077	2,144
未分配利润	234	385	407	771	1,238
归属母公司权益	1,122	2,799	2,829	3,235	3,769
少数股东权益	4	4	3	2	1

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	2%	3%	4%	4%	4%
管理费用率	3%	4%	4%	4%	3%
财务费用率	0%	-1%	-1%	-1%	-1%
研发费用率	16%	20%	22%	19%	20%
所得税率	5%	7%	7%	7%	7%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.12	0.06	0.31	0.48
每股经营现金流	0.50	0.83	0.93	2.24	2.31
每股净资产	3.03	6.81	6.88	7.87	9.17
每股销售收入	6.40	5.73	7.05	10.14	14.55

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	119	235	469	87	56
PB	29.9	13.3	13.2	11.5	9.9
EV/EBITDA	90	111	303	92	51
股息率	0%	0%	0%	0%	1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳