

2021年02月16日

公司治理再优化，稳步迈向产品化

科大讯飞(002230)

事件概述

2021年2月7日公司公告称董事会同意刘庆峰董事长不再兼任总裁职务，并聘任吴晓如先生为公司总裁。

分析判断：

► 推行专职总裁制释放积极信号，公司治理再优化

判断吴晓如先生上任成为公司新总裁将带来两方面积极信号：一方面，回溯公司管理架构发展史，专职总裁上任是顺势而为、持续优化治理之举。

- **2009-2013：**实控人一肩挑，即总裁职位完全由董事长（实控人）兼任，研发生产、经营管理、战略规划一肩挑，集中式管理推动了公司初期的高成长。
- **2014-2020：**轮值总裁制度，公司多员大将如陈涛、胡郁等都曾担任轮值总裁，吴晓如同样如此。轮值制度帮助公司内部管理上实现分工，是治理日益成熟的表现。
- **2021年开始：**专职总裁制度，分工放权之后公司经营成效良好，收入体量、人均效能、产品化程度均有提升，进一步推动专职总裁制度建设，持续优化治理水平。

另一方面，新总裁精于技术、专注产品，智能教育业务线或进一步突破。新任总裁吴晓如具有几个鲜明特点：1) 技术背景出身，专业性毋庸置疑。吴晓如先生是中国科学技术大学工程博士，高级工程师。“国家科技进步二等奖”、“安徽省科技进步一等奖”、“信息产业重大技术发明奖”获得者，获2010年国务院政府特殊津贴。2) 深耕业务、无缝衔接。此前吴晓如先生已经担任公司董事、执行总裁，为公司创始团队之一，且掌管公司大量业务子公司，对各项业务均有较深理解，判断上任后可确保经营管理的连贯性。3) 专注产品、深耕教育领域。吴晓如先生多年深耕业务一线，直接推动公司多项核心产品的问世与迭代。其在智慧教育业务条线的贡献巨大，2B 因材施教推广、2C 学习机迭代背后均有其身影。判断后续公司产品化水平有望持续提升，催化智慧教育及其他多类场景爆发。

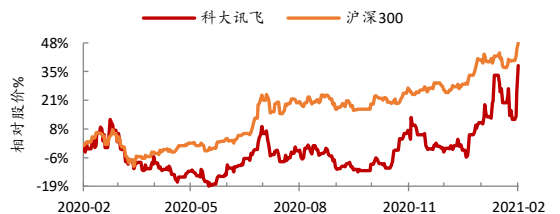
► 新总裁上任，智慧教育 & 产品化路径或是重点

过去五年，胡郁/吴晓如/陈涛完成总裁轮值，各有较优贡献。相较而言，吴晓如的突出贡献是推动教育业务BG的业务拓展与产品化，判断这亦是公司未来的核心战略所在。近年来在吴晓如先生的带领下，智慧教育BG以区域因材施教项目为核心，建立了基于教、学、考、管四大主场景的全栈产品体系，覆盖所有教育信息化的应用场景，技术壁垒与产品化程度不断提升，判断吴晓如先生成为专职总裁侯这一趋势有望加速。值得注意的是，公司产品从初步问世到完全成熟，至少要经过三轮迭代。当前翻译机、学习机、录音笔等短款产品已经步入成

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：
最新收盘价：53.55

股票代码：002230
52周最高价/最低价：54.43/30.87
总市值(亿)：1,191.35
自由流通市值(亿)：1,085.18
自由流通股数(百万)：2,026.48



分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520020002
联系电话：

分析师：刘忠腾

邮箱：liuzt1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520050001
联系电话：0755-82533391

分析师：孔文彬

邮箱：kongwb@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520090002
联系电话：

熟期，有望在后续持续放量。而新品如 TWS 耳机则将在后期形成接力，提供持续 2C 增长驱动力。而公司新任总裁的产品化导向无疑会加速这一进程。

投资建议

维持此前盈利预测不变，预计 2020-2022 年公司整体营收分别为 128.3/165.5/210.1 亿元，同比增长 27.3%/29.0%/26.9%；三年间归母净利润分别为 12.5/16.5/22.0 亿元，同比增长 52.2%/32.6%/33.0%。

考虑到人工智能产业加速趋势+公司龙头溢价+业绩/产品化率提升趋势，2021 年予以 12 倍 PS（对标 2017-2018 年高速增长期），目标市值 1986.5 亿，维持“买入”评级。

风险提示

人工智能支持政策落地不及预期、公司利润兑现不及预期、新兴 AI 厂商加速进入，竞争加剧、市场系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,917	10,079	12,828	16,554	21,009
YoY (%)	45.4%	27.3%	27.3%	29.0%	26.9%
归母净利润(百万元)	542	819	1,247	1,654	2,200
YoY (%)	24.7%	51.1%	52.2%	32.6%	33.0%
毛利率 (%)	50.0%	46.0%	46.4%	46.7%	47.4%
每股收益 (元)	0.24	0.37	0.56	0.74	0.99
ROE	6.8%	7.2%	9.8%	11.5%	13.3%
市盈率	219.78	145.43	95.53	72.05	54.15

资料来源：wind、华西证券研究所

正文目录

1. 推行专职总裁制释放积极信号，公司治理再优化.....	4
2. 新总裁上任，智慧教育场景 & 产品化路径或是重点.....	5
3. 中期上涨逻辑明确，重申增持信号与业绩支撑.....	7
4. 投资建议.....	8
5. 风险提示.....	8

图表目录

图表 1 吴晓如先生负责的主要业务子公司.....	4
图表 2 2016-2020 五年间三位轮值总裁情况比较.....	5
图表 3 2019 年科大讯飞业务结构.....	6
图表 4 2019H1 智慧教育业务细分.....	6
图表 5 智慧教育产品体系拆分.....	6
图表 6 三轮迭代后，公司产品趋于成熟.....	7

1. 推行专职总裁制释放积极信号，公司治理再优化

2021年2月7日公司公告称董事会同意刘庆峰董事长不再兼任总裁职务，并聘任吴晓如先生为公司总裁。判断将为公司带来两方面积极信号：

一方面，回溯公司管理架构发展史，专职总裁上任是顺势而为、持续优化治理之举。

- **2009-2013：**实控人一肩挑，即总裁职位完全由董事长（实控人）兼任，研发生产、经营管理、战略规划一肩挑，集中式管理推动了公司初期的高成长。
- **2014-2020：**轮值总裁制度，公司多员大将如陈涛、胡郁等都曾担任轮值总裁，吴晓如同样如此。轮值制度帮助公司内部管理上实现分工，是治理日益成熟的表现。
- **2021年开始：**专职总裁制度，分工放权之后公司经营成效良好，收入/利润体量、人均效能、产品化程度均有提升，在此情况下公司进一步推动专职总裁制度建设，持续优化治理水平。

另一方面，新总裁精于技术、专注产品，智能教育业务线或进一步突破。

新任总裁吴晓如具有几个鲜明特点：**1）技术背景出身，专业性毋庸置疑。**吴晓如先生是中国科学技术大学电子工程博士，高级工程师。“国家科技进步二等奖”、“安徽省科技进步一等奖”、“信息产业重大技术发明奖”获得者，获2010年国务院政府特殊津贴。**2）深耕业务、无缝衔接。**此前吴晓如先生已经担任公司董事、执行总裁，为公司创始团队之一，且掌管公司大量业务子公司，对各项业务均有较深理解，判断上任后可确保经营管理的连贯性。**3）专注产品、深耕教育领域。**吴晓如先生多年深耕业务一线，直接推动公司多项核心产品的问世与迭代。其在智慧教育业务条线的贡献巨大，2B因材施教推广、2C学习机迭代背后均有其身影。判断后续公司产品化水平有望持续提升，催化智慧教育及其他多类场景爆发。

图表1 吴晓如先生负责的主要业务子公司

部分业务子公司
武汉讯飞兴智科技有限公司执行董事
北京讯飞乐知行软件有限公司董事长
合肥讯飞读写科技有限公司执行董事
安徽东方讯飞教育科技有限公司执行董事
广州讯飞语畅有限公司执行董事
北京外研讯飞教育科技有限公司董事
安徽讯飞皆成软件技术有限公司执行董事
安徽讯飞皆成信息科技有限公司董事长
科大讯飞华南有限公司监事

资料来源：公司公告、华西证券研究所

2. 新总裁上任，智慧教育场景 & 产品化路径或是重点

过去五年，胡郁/ 吴晓如/ 陈涛完成总裁轮值，各有较优贡献。过去五年间，公司共有过三位轮值总裁，分别是来自消费者 BG 的胡郁、来自智慧教育 BG 的吴晓如、来自智慧城市 BG 的陈涛。

横向比较而言，胡郁先生最大的贡献是带领消费者 BG 从无到有，在短短三年间快速崛起，逐步实现了 2C 与 2B 业务共振的业务优势；陈涛的主要贡献则是推动智慧城市业务线稳步发展，并在担任轮值总裁期间倡导打破“部门墙”，实现前后端协同，提升公司治理效率。

相较而言，吴晓如的突出贡献是推动教育业务 BG 的业务拓展与产品化，判断这亦是公司未来的核心战略所在。智慧教育是公司核心赛道，2019 年智慧教育实现营收 25.0 亿元，同比增长 16.5%，占收比达到 25%，为最大的垂直场景业务。近年来在吴晓如先生的带领下，智慧教育 BG 以区域因材施教项目为核心，建立了基于教、学、考、管四大主场景的全栈产品体系，覆盖所有教育信息化的应用场景。此外，随着因材施教项目进一步实现以人推题、分层推题等核心功能，其推荐准确性、用户满意度、人机协调效率等核心指标上获得显著提升，加强场景的技术壁垒的同时，产品化程度也大幅提升破，实现了收入与业务模式的同步向好。

图表 2 2016-2020 五年间三位轮值总裁情况比较

轮值总裁	个人简介	技术背景	分管业务线	关键成就
胡郁	中国科学技术大学博士；科大讯飞联合创始人；现任公司董事， <u>曾任轮值总裁（2016、2019、2020 年）。</u>	2002、2011 年获“国家科技进步二等奖”； 2005、2011 年荣获国家“信息产业重大技术发明”； 2008 年获“安徽省科技进步一等奖”； 科技部 863 类人智能重点项目首席专家； 获“2017 中国科学年度新闻人物”。	消费者 BG	带领消费者事业群（2016 年成立）持续崛起，当前消费者事业群已经成为与智慧城市、智慧教育两大事业群并行的重要战略事业群之一。 <u>成功推动公司 2C 业务转型。</u>
吴晓如	中国科学技术大学电子工程博士，高级工程师；科大讯飞联合创始人现任公司董事、 <u>曾任轮值总裁（2017 年）。</u>	“国家科技进步二等奖”、“安徽省科技进步一等奖”、“信息产业重大技术发明奖”获得者， 获 2010 年国务院政府特殊津贴。	智慧教育 BG	推动智慧教育事业群持续发展，从人工智能 1.0 到人工智能 2.0，始终坚持以“因材施教”为业务核心， <u>基于教、学、考、管四大主场景的全栈产品体系建设，具备极强的产品化思维。</u>
陈涛	中国科学技术大学计算机科学软件专业硕士，现任公司董事、 <u>曾任轮值总裁（2018 年）。</u>	“国家科技进步二等奖”； “合肥市青年专业拔尖人才”； “合肥市劳动模范”； “合肥市十大杰出青年”获得者。	智慧城市 BG	主要负责智慧城市是业务群发展，在任轮值总裁期间强调效益，向资源复用、采购降本、人工智能和信息化支撑等方向要效益，打破“部门墙”，实现前后端协同。

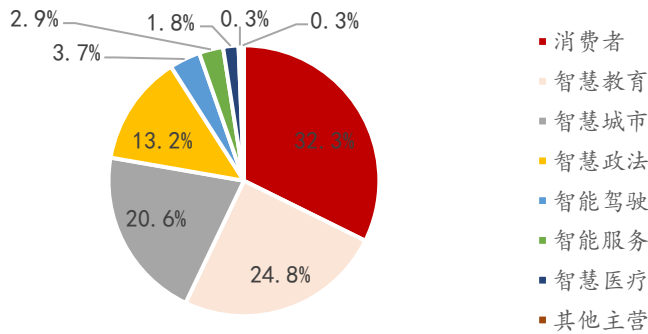
资料来源：wind、公开资料、公司公告、华西证券研究所

2B 产品方面：智学网已覆盖全国 16,000 余所学校，年处理 350 亿条过程化学习数据，为学生精准提供个性化学习资源和路径规划服务。更重要的是，智慧课堂等系列产品已逐渐实现标准化。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

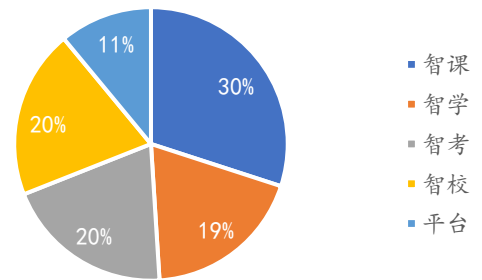
2C 产品方面：个性化学习手册采用纸质版形式交付给学生，目前已实现标准化；同时公司推出人工智能学习辅助产品：讯飞学习机，一经面市就在 618 成为销售爆款。作为完全的标准化产品，讯飞学习机在 2020 全年目标 30 万台左右，2021 年目标超过 100 万台。

图表 3 2019 年科大讯飞业务结构



资料来源：wind、华西证券研究所

图表 4 2019H1 智慧教育业务细分



资料来源：wind、华西证券研究所

图表 5 智慧教育产品体系拆分

业务类别	产品/方案	目标客户	商业模式
2B	智慧课堂	学校	项目/产品
	智慧考试（自动阅卷/评分）	学校/培训机构	项目/产品
	智慧校园	学校	项目/产品
	教育云平台	培训机构	项目/产品
2C	智学网（个性化学习手册）	学校/学生	服务费（含订阅式）
	讯飞学习机	学生	标准化产品

资料来源：wind、公司财报、华西证券研究所

此外，基于公司现有标准化产品的品类，判断公司产品从初步问世到完全成熟，至少要经过三轮迭代。当前翻译机、学习机、录音笔等短款产品已经步入成熟期，有望在后续持续放量。而新品如 TWS 耳机则将在后期形成接力，提供持续增长驱动力。而公司新任总裁的产品化导向无疑会加速这一进程。

图表 6 三轮迭代后，公司产品趋于成熟（元）

产品类别	产品	上市时间	价格	产品化迭代过程	产品成熟度
翻译机	晓译翻译机	2016 年 7 月	2799	2016 年，公司首次发布翻译机产品以来，已经更迭至第三代产品。目前，讯飞翻译机 3.0 已经可支持 61 种语言实时互译，离线翻译能力达到大学英语六级，并具备离线翻译、行业 A.I. 翻译、拍照翻译、支持全球上网、同声字幕等多种功能。	高
	讯飞翻译机 2.0	2018 年 4 月	2999		
	讯飞翻译机 3.0	2019 年 5 月	3499		
TWS 耳机	iFLYBUDS	2020 年 9 月	1399	公司发布的首款具备记录、拨打、翻译功能的耳机。可实现通话录音转文字、自动区分讲话人、智能拨号、辅助翻译等功能，通话文档保存在本地并可进行分享。	低
学习机	讯飞学习机 X2	2019 年 5 月	3799	2020 年 7 月，公司发布讯飞智能学习机 X2 Pro，覆盖小学至高中的 12 年学习阶段，能通过 A.I. 大数据分析找到弱项，生成知识图谱，精准推荐相关学习内容和练习题目，提升学生的学习效率。此外，公司还专为初高中生打造了讯飞智能学习机 Z1。	高
	讯飞学习机 Z1	2020 年 7 月	3999		
	讯飞学习机 X2 Pro	2020 年 7 月	4299		
录音笔	录音笔 SR101	2020 年 9 月	599	2020 年来看，公司智能录音笔已经覆盖从入门、旗舰再到尊享版全线机型，价格带从 599 元到 5999 元不等，覆盖不同层消费群体。讯飞智能录音笔产品成熟，基本达成四大标准：识别准、录得远、录得清、语种全。	高
	录音笔 SR301	2019 年 9 月	999		
	录音笔 SR501	2019 年 5 月	1999		
	录音笔 SR701	2019 年 5 月	2999		
	录音笔 SR901	2020 年 9 月	5999		
	录音笔 SR502	2020 年 12 月	2299		
	录音笔 SR702	2020 年 9 月	3699		

资料来源：wind、京东、华西证券研究所

3. 中期上涨逻辑明确，重申增持信号与业绩支撑

此前公司股价受到较多因素扰动，但根据公司临时发布会的说明，判断扰动已基本出清。一方面，公司披露 2020Q4 各项经营工作持续向好，更新业绩指引，全年净利润同比增长 50%-70%（此前为 30%-70%）。另一方面，非公开发行事项目或董事会顺利通过，实控人刘庆峰出于进一步提升股权架构稳定性的考虑，在千亿高点启动定增并认购，彰显经营信心。更重要的是，公司近期股价波动很大程度上来自于资金面影响，判断并无持续性影响且市场已经基本消化。

在此，我们重申实控人增持信号 + 业绩超预期：2021 年 1 月 18 日公司发布定增预案（募资 20-26 亿元）中，实控人刘庆峰及其一致行动人拟全额认购，彰显经营信心。此外公司新的 2020 年业绩指引，净利润同比增幅落于 50%-70% 区间。结合两方面因素来看，判断公司将踏上本轮智能化应用大浪潮，实现业绩与估值同步突破。

1、疫情后各行业智能化应用加速，外部需求拐点已至。新冠疫情催化，AI 应用场景迅速铺开，如：机器人筛查、影像辅助诊断、远程教学、无人配送等。后疫情

时代，判断教育/医疗/驾驶为三条黄智能化黄金赛道，公司作为提前卡位的赛道龙头，有望率先拥抱外部需求拐点。

2、智能教育赛道 2B/2C 联动爆发，快速提升产品化。疫情期间，公司 2B 区域因材施教解决方案实现异地复制，高标准化推动产品化率提升；同时 2C 个性化学习手册+学习机持续发力，通过区域订单模式加速渗透。我们判断 2020-22 年公司产品化将持续提速。

3、人工智能 2.0 阶段，开启产品规模化应用黄金期。公司逐步在主赛道上形成闭环生态，并产生了标杆案例、标准化产品，规模化商用正在开启。“十四五”期间，以智慧教育为代表的教育信息化投入将持续提升，公司携核心技术和卡位优势持续发力，有望迎来黄金发展期。

4. 投资建议

公司作为国内人工智能行业的龙头企业，看好 2020-2022 年智慧教育业务尤其是 2C 端个性化学习手册和产品持续放量；中长周期来看，公司产品化加速到来，确保长期业绩增长同时，估值有望提升。

维持此前盈利预测不变，预计 2020-2022 年公司整体营收分别为 128.3/165.5/210.1 亿元，同比增长 27.3%/29.0%/26.9%；三年间归母净利润分别为 12.5/16.5/22.0 亿元，同比增长 52.2%/32.6%/33.0%。

考虑到人工智能产业加速趋势+公司龙头溢价+业绩/产品化率提升趋势，2021 年予以 12 倍 PS（对标 2017-2018 年高速增长期），目标市值 1986.5 亿，维持“买入”评级。

5. 风险提示

人工智能支持政策落地不及预期、公司利润兑现不及预期、新兴 AI 厂商加速进入，竞争加剧、市场系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	10,079	12,828	16,554	21,009	净利润	943	1,431	1,900	2,526
YoY (%)	27.3%	27.3%	29.0%	26.9%	折旧和摊销	947	30	30	35
营业成本	5,440	6,874	8,816	11,052	营运资金变动	-333	-87	-569	-45
营业税金及附加	67	106	140	164	经营活动现金流	1,531	1,293	1,163	2,227
销售费用	1,780	2,258	2,814	3,551	资本开支	-1,882	591	-148	-128
管理费用	707	795	1,026	1,292	投资	-1,064	-50	-220	-295
财务费用	-4	-27	-74	-98	投资活动现金流	-2,899	681	-136	-94
资产减值损失	-7	0	0	0	股权募资	2,929	26	0	0
投资收益	112	135	177	224	债务募资	835	-683	50	50
营业利润	988	1,546	2,032	2,705	筹资活动现金流	2,580	-683	59	63
营业外收支	7	1	1	1	现金净流量	1,213	1,291	1,086	2,196
利润总额	995	1,547	2,033	2,706	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	52	116	133	180	成长能力 (%)				
净利润	943	1,431	1,900	2,526	营业收入增长率	27.3%	27.3%	29.0%	26.9%
归属于母公司净利润	819	1,247	1,654	2,200	净利润增长率	51.1%	52.2%	32.6%	33.0%
YoY (%)	51.1%	52.2%	32.6%	33.0%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.37	0.56	0.74	0.99	毛利率	46.0%	46.4%	46.7%	47.4%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利润率	9.4%	11.2%	11.5%	12.0%
货币资金	3,829	5,120	6,206	8,401	总资产收益率 ROA	4.1%	5.5%	6.2%	6.8%
预付款项	145	111	144	218	净资产收益率 ROE	7.2%	9.8%	11.5%	13.3%
存货	826	1,721	1,954	2,298	偿债能力 (%)				
其他流动资产	6,630	7,784	10,281	12,840	流动比率	1.66	1.83	1.84	1.86
流动资产合计	11,430	14,736	18,585	23,758	速动比率	1.52	1.60	1.64	1.66
长期股权投资	422	472	517	562	现金比率	0.56	0.64	0.62	0.66
固定资产	2,001	2,071	2,141	2,186	资产负债率	41.6%	42.2%	43.8%	45.2%
无形资产	2,051	2,051	2,051	2,051	经营效率 (%)				
非流动资产合计	8,671	8,096	8,256	8,391	总资产周转率	0.50	0.56	0.62	0.65
资产合计	20,101	22,832	26,842	32,149	每股指标 (元)				
短期借款	733	0	0	0	每股收益	0.37	0.56	0.74	0.99
应付账款及票据	3,088	4,238	5,220	6,679	每股净资产	5.13	5.70	6.45	7.44
其他流动负债	3,045	3,822	4,860	6,082	每股经营现金流	0.69	0.58	0.52	1.00
流动负债合计	6,866	8,060	10,080	12,761	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	398	448	498	548	估值分析				
其他长期负债	1,103	1,133	1,173	1,223	PE	145.43	95.53	72.05	54.15
非流动负债合计	1,500	1,580	1,670	1,770	PB	6.72	7.16	6.34	5.50
负债合计	8,366	9,640	11,750	14,531					
股本	2,199	2,225	2,225	2,225					
少数股东权益	317	501	747	1,073					
股东权益合计	11,735	13,192	15,092	17,618					
负债和股东权益合计	20,101	22,832	26,842	32,149					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

刘忠腾（分析师）：计算机+金融复合背景，3年IT产业+3年证券研究从业经验，深耕云计算和信创产业。

孔文彬（分析师）：金融学硕士，3年证券研究经验，主要覆盖金融科技、人工智能、网络安全研究方向。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。