

盈趣科技(002925)

收入高增，雕刻机表现超预期

——盈趣科技年报点评

✎ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008
 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
 ☎ 联系人：傅嘉成
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

公司发布 2020 年报：20A 实现收入 53.10 亿元 (+37.77%)，归母净利润 10.25 亿 (+5.34%)，扣非归母净利润 9.04 亿 (+1.46%)；其中 20Q4 实现收入 19.57 亿 (+56.31%)，归母净利润 3.37 亿 (+4.33%)。同时公司宣布股利分配方案，每 10 股派息 10 元（税前），占归母净利润 44.85%，每 10 股转赠 7 股。公司利润增速较低主要系 20H2 以来人民币升值，20 年汇兑净损失 1.15 亿（19 年为汇兑收益 0.21 亿），剔除此影响我们估算公司实际经营利润 20 年同比增长约 20%。

投资要点

□ 20H2 海外需求复苏，雕刻机及水冷散热设备增长超预期

20H1/20H2 公司收入增速分别 5%/62%，Q2 因海外疫情客户下单谨慎，进入 Q3 后伴随海外疫情防控放宽，滞后的订单需求于 Q3 集中下达，公司业绩取得高增长。分业务来看：

(1) 家用雕刻机及其耗材业务实现收入 25.89 亿 (+58.92%)，占总收入比重上升至 48.76%，且预计 Q3-Q4 单季度均接近翻倍增长。客户 Cricut 招股书显示 19-20 年实现营收 4.87 亿/9.6 亿美元，同比+43%/+97%，疫情下增长提速（居家时间延长），且 Cricut 持续迭代新产品，20 年推出了高性价比的 Cricut Joy（售价 180 美元，主打款 Air 售价 250 美元），并计划 21 年重点推 Mug press 和 Easy press 两款熨烫机新产品，同时加大美国以外市场开拓力度，看好其 21 年销售业绩表现；

(2) 智能控部件业务实现收入 9.55 亿 (+14%)，其中水冷设备实现收入 3.95 亿（约增长 65%），主要系疫情下游戏需求火热、客户 Asetek 高端产品销售表现称号与其；罗技业务实现收入 3.94 亿（同比持平），其中视频/游戏设备预期增长较好、但遥控器等产品有所拖累；另一方面公司稳步推进与博世、Honeywell 等重点战略新客户合作，其中博世在 21 年将进入量产阶段；

(3) 电子烟精密塑胶件实现收入 7.21 亿 (-24%)，收入占比下降至 13.6%，主要系 20 年 IQOS 设备出货量表现不佳（20 年 4.76 亿美元，同比下滑 32%，主因产品更换周期变长），公司供应份额实际并无下降；

(4) 汽车电子实现收入 1.68 亿 (+57.71%)；

(5) 健康环境业务实现收入 5.43 亿，20 年 4 月公司收购众环科技 70% 股权，期内众环科技实现收入 5.6 亿、净利润 0.81 亿，净利率约 14%，预计 21Q1 表现同比 20Q1 仍有增长。

(6) 其他业务实现收入 3.33 亿 (+46%)，其中耗材规模约在 2 亿、是增长的主要贡献；21 年伴随公司自产耗材产能配套，有望保持较快增长。

(7) 马来西亚工业园产能顺利爬坡，20 年实现营收 16.5 亿（19 年为 4.45 亿），帮助公司和客户应对贸易摩擦，目前盈利能力已经基本能和厦门工厂趋同。

评级

买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥ 57.99

单季度业绩

元/股

4Q/2020	0.77
3Q/2020	0.68
2Q/2020	0.51
1Q/2020	0.37



公司简介

公司以自主创新的 UDM 模式为基础，主要为客户提供智能控制部件、创新消费电子等产品的研发、生产，并为中小型企业提供智能制造解决方案。

相关报告

- 1 《【浙商轻工】盈趣科技：雕刻机高增带动业绩表现超预期，看好多元业务发力》2020.10.29
- 2 《【浙商轻工】盈趣科技：海外疫情拖累 Q2 表现，看好下半年增长重返快车道》2020.08.30

报告撰写人：史凡可、马莉

联系人：傅嘉成

□ **IQOS 20 年销售稳增、MRTP 过审催化美国市场放量，看好公司订单弹性**
 新型烟草行业保持较好增势，据欧睿国际数据显示，2019 年全球加热不燃烧烟草制品销售额同比增长 27.4% 至 152 亿美元，电子烟同比增长 28.4% 至 202 亿美元，2020 年两者预计分别同比增长 14.7%、12.2% 至 175 亿美元、227 亿美元，2024 年有望达 279 亿美元、344 亿美元。公司客户菲莫国际 20 年 RPP 业务 (IQOS 为主) 实现收入 68 亿美元 (+21.7%)，收入占比达到 23.8%；烟弹销量 761 亿支 (+27.5%)。截至 20 年底 IQOS 总使用人数达 1760 万人 (较 20 年初+400 万人)，且在日本、欧盟等市场份额持续提升。此外，20 年 7 月 8 日 IQOS 通过 FDA 的 MRTP 减害认证审核，12 月 IQOS 3.0 代产品过审 PMTA，我们判断 21 年 IQOS 在美国市场铺货节奏有望逐渐加快；同时 IQOS 有望延伸 mesh 的换弹式雾化烟业务，盈趣有望成为其供应商，持续看好 21 年电子烟业务的订单弹性。

□ **业务结构变化+降价支持客户影响毛利率，汇兑拖累盈利表现**

20 年公司综合毛利率 33.75% (-2.08pct)，主要系毛利率较高的电子烟业务占比下降，以及疫情期间给予客户降价支持等；期间费用率合计 11.87% (+0.21pct)，主要因人民币升值带来大量汇兑亏损，导致财务费用率上升至 1.69% (+3.07pct)，销售费用率 0.98% (-0.67pct)，管理+研发费用率 9.19% (-2.2pct)，费用控制较好。期间经营性现金流 6.99 亿，与上期持平；期末公司账上存货 10.21 亿 (较期初增加 5.53 亿)，主要系去年 Q4 在原料涨价前提前备货，我们跟踪公司部分原料可使用至 20Q2-Q3，近期大宗原料涨价影响预期优先；应收款 18.49 亿 (较期初增加 6.25 亿)，主要系客户订单饱满。

□ **盈利预测及估值**

短期来看，电子烟在公司业务中的占比已不足 15%、影响逐渐弱化，而雕刻机业务持续保持高增的势头、贡献业绩主要增长；中长期看公司凭借 UDM 模式与国际优质客户深度绑定，同时布局汽车电子、健康环境、智能家居等业务版图长期增长动力充沛！我们预计公司 21-23 年实现营收 69.18/87.32/106.46 亿，同比增长 30.28%/26.22%/21.91%，归母净利 13.19/16.74/20.73 亿，同比增长 26.91%/26.93%/23.83%，当前股价对应 21-23 年 PE 分别 20.16X/15.88X/12.83X，维持“买入”评级。

□ **风险提示** 海外疫情反复、新客户业务拓展不达预期

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	5310.25	6918.20	8732.22	10645.55
(+/-)	37.77%	30.28%	26.22%	21.91%
净利润	1039.22	1318.83	1673.95	2072.84
(+/-)	0.93%	26.91%	26.93%	23.83%
每股收益 (元)	2.27	2.88	3.65	4.52
P/E	25.58	20.16	15.88	12.83

图 1: 盈趣科技季度财务数据一览

单位: 百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
营业总收入	664.60	642.14	709.64	762.35	693.07	936.54	971.96	1,252.87	739.05	966.18	1,647.86	1,957.17
YOY	11.03%	-10.18%	-28.90%	-20.22%	4.28%	45.85%	36.97%	64.34%	6.63%	3.16%	69.54%	56.21%
归母净利润	170.54	226.75	208.34	208.04	154.03	263.43	232.47	323.24	167.96	219.50	300.38	337.12
YOY	-8.76%	-10.48%	-31.81%	-12.63%	-9.68%	16.18%	11.58%	55.37%	9.05%	-16.68%	29.21%	4.29%
扣非归母净利润	166.81	198.01	192.20	170.30	134.55	244.49	231.58	280.17	158.45	184.05	272.60	289.26
YOY			-36.80%	-25.28%	-19.34%	23.47%	20.49%	64.51%	17.76%	-24.72%	17.71%	3.24%
毛利率	47.82%	38.27%	39.87%	45.79%	39.15%	37.54%	39.53%	42.16%	38.96%	36.96%	33.77%	30.18%
期间费用率	16.92%	2.70%	6.40%	19.13%	15.25%	6.52%	8.13%	16.27%	12.46%	10.53%	12.11%	12.09%
其中: 销售费用	10.05	11.73	13.51	12.93	9.40	14.43	12.72	27.01	12.13	16.54	24.16	(0.64)
销售费用率	1.51%	1.83%	1.90%	1.70%	1.36%	1.54%	1.31%	2.16%	1.64%	1.71%	1.47%	-0.03%
其中: 管理费用	55.57	63.75	26.31	46.96	48.10	17.25	41.63	62.64	54.84	32.63	49.37	47.39
研发费用	0.00	0.00	41.78	81.61	37.71	63.90	66.81	101.09	46.34	57.34	78.54	121.71
管理+研发费用率	8.36%	9.93%	9.60%	16.87%	12.38%	8.66%	11.16%	13.07%	13.69%	9.31%	7.76%	8.64%
其中: 财务费用	46.86	-58.14	-36.22	4.36	10.45	-34.54	-42.10	13.08	-21.22	-4.76	47.53	68.20
财务费用率	7.05%	-9.05%	-5.10%	0.57%	1.51%	-3.69%	-4.33%	1.04%	-2.87%	-0.49%	2.88%	3.48%
归母净利率	25.66%	35.31%	29.36%	27.29%	22.22%	28.13%	23.92%	25.80%	22.73%	22.72%	18.23%	17.22%
存货	329.23	300.46	306.55	333.33	383.56	521.83	563.65	467.96	569.60	641.00	817.31	1,021.27
较上年同期增减	329.23	35.14	-9.09	21.18	54.33	221.37	257.11	134.62	186.04	119.17	253.65	553.31
应收账款	15.46	20.31	18.89	15.98	25.45	30.82	29.21	16.67	16.60	29.03	26.59	22.65
较上年同期增减	15.46	-0.77	-2.11	-1.38	9.99	10.51	10.33	0.69	-8.85	-1.79	-2.62	5.98
应收账款	509.83	535.78	530.98	724.70	702.60	931.84	1,200.58	1,223.59	913.72	926.71	1,529.50	1,848.84
较上年同期增减	509.83	-17.49	-312.58	-94.90	192.77	396.05	669.61	498.89	211.12	-5.12	328.92	625.25
应付账款及应付票据	452.65	417.70	448.43	563.56	521.40	663.60	670.04	689.89	572.70	608.71	1,162.31	1,448.53
较上年同期增减	452.65	6.91	-147.46	-60.12	68.75	245.90	221.60	126.33	51.30	-54.88	492.27	758.64
预收账款	32.95	29.26	32.26	14.37	12.80	14.83	21.88	16.47	14.48	26.62	30.56	18.59
较上年同期增减	32.95	-14.00	1.23	-13.66	-20.15	-14.43	-10.38	2.10	1.68	11.79	8.68	2.12
经营性现金流净额	266.65	175.21	244.96	48.72	112.97	69.14	-28.80	545.61	219.81	258.06	136.04	85.30
较上年同期增减	-85.20	74.55	66.99	-263.37	-153.68	-106.07	-273.75	496.89	106.85	188.92	164.84	-460.31
筹资性现金流净额	1600.64	-365.96	92.33	-1.48	0.00	-538.18	-31.80	-8.20	-1.05	-48.52	-31.13	272.46
较上年同期增减	1744.41	-355.50	91.72	45.71	-1600.64	-172.22	-124.13	-6.72	-1.05	489.66	0.67	280.66
资本开支	48.34	21.95	40.08	96.85	87.32	202.05	138.20	139.65	95.76	-5.48	61.41	51.10
较上年同期增减	30.72	-3.35	-21.60	52.57	38.98	180.09	98.13	42.80	8.44	-20.53	-76.79	-88.54
ROE	6.68%	6.73%	6.12%	5.75%	4.05%	7.02%	6.24%	8.10%	3.97%	5.23%	7.04%	7.29%
YOY (±)	-15.59%	-15.78%	-17.80%	-9.62%	-2.63%	0.29%	0.12%	2.35%	-0.08%	-1.80%	0.80%	-0.82%
资产负债率	15.65%	15.39%	18.33%	20.71%	19.39%	22.72%	22.87%	22.88%	20.22%	26.50%	31.35%	34.66%
YOY (±)	15.65%	-21.72%	-19.19%	-13.83%	3.73%	7.33%	4.55%	2.18%	0.84%	3.78%	8.48%	11.78%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2: 盈趣科技收入结构一览 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020A	2020H1	2020H2
营业总收入	351.84	640.95	980.45	1,648.41	3,267.20	2,778.73	3,854.44	5,310.25	1,705.23	3,605.02
YOY		82.17%	52.97%	68.13%	98.20%	-14.95%	38.71%	37.77%	4.64%	62.04%
智能控制部件										
营业收入	312.91	417.48	531.95	624.15	766.86	718.00	837.61	955.05	338.18	616.87
YOY		33.42%	27.42%	17.33%	22.86%	-6.37%	16.66%	14.02%	-6.25%	29.35%
占总收入比重	88.93%	65.13%	54.26%	37.86%	23.47%	25.84%	21.73%	17.99%	19.83%	17.11%
营业成本	214.99	292.47	377.68	445.22	523.45	495.99	593.50	714.25	248.19	466.06
毛利率	31.29%	29.94%	29.00%	28.67%	31.74%	30.92%	25.21%	26.11%	26.61%	24.45%
创新消费电子产品										
营业收入	0.34	132.84	330.19	879.13	2,380.88	1,844.77	2,588.22	3,197.44	1,000.47	2,196.97
YOY		39540.44%	148.57%	166.25%	170.82%	-22.52%	40.30%	23.54%	-6.88%	45.13%
占总收入比重	0.10%	20.72%	33.68%	53.33%	72.87%	66.39%	67.15%	60.21%	58.67%	60.94%
营业成本	0.21	88.42	201.34	428.68	1069.01	952.63	1463.28	1979.22	575.99	1403.23
毛利率	36.44%	33.44%	39.02%	51.24%	55.10%	48.36%	43.46%	38.10%	42.43%	36.13%
健康环境产品										
营业收入								543.15	147.42	395.74
YOY								10.23%	8.64%	10.98%
占总收入比重								10.23%	8.64%	10.98%
营业成本								403.71	101.36	302.35
毛利率								25.67%	31.24%	23.60%
汽车电子产品										
营业收入	5.24	53.80	71.41	99.69	55.97	73.34	105.72	166.73	66.86	99.88
YOY		926.74%	32.73%	39.59%	-43.85%	31.03%	44.15%	57.71%	44.14%	68.31%
占总收入比重	1.49%	8.39%	7.28%	6.05%	1.71%	2.64%	2.74%	3.14%	3.92%	2.77%
营业成本	4.08	35.37	50.52	65.95	43.04	51.34	/	119.78	/	/
毛利率	22.18%	34.27%	29.26%	33.84%	23.10%	30.00%	/	28.16%	/	/
技术研发服务										
营业收入	11.60	11.07	19.31	28.91	32.47	34.43	94.94	90.59	46.82	43.77
YOY		-4.59%	74.45%	49.68%	12.33%	6.04%	175.75%	-4.58%	-2.32%	-6.90%
占总收入比重	3.30%	1.73%	1.97%	1.75%	0.99%	1.24%	2.46%	1.71%	2.75%	1.21%
营业成本	1.08	1.23	2.46	4.30	6.20	6.89	/	21.67	/	/
毛利率	90.72%	88.87%	87.25%	85.13%	80.91%	80.00%	/	76.07%	/	/
其他产品										
营业收入	20.53	16.15	17.65	0.67	10.13	108.19	227.94	332.95	105.49	227.46
YOY		-21.32%	9.27%	-96.20%	1411.94%	968.02%	110.68%	46.07%	5.30%	78.02%
占总收入比重	5.84%	2.52%	1.80%	0.04%	0.31%	3.89%	5.91%	6.27%	6.19%	6.31%
营业成本	18.04	14.08	14.36	0.32	10.13	91.96	/	269.21	/	/
毛利率	12.15%	12.82%	18.65%	51.99%	15.00%	15.00%	/	19.14%	/	/

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5878.65	7668.11	9683.47	12319.92
现金	1279.52	3003.28	3694.38	5521.38
交易性金融资产	1190.46	844.65	1126.20	1053.77
应收账款	1871.49	2169.45	2875.20	3531.76
其它应收款	117.19	122.22	145.99	200.32
预付账款	26.23	41.23	52.41	60.06
存货	1021.27	792.67	1419.43	1473.63
其他	372.49	694.61	369.87	478.99
非流动资产	1635.66	1629.64	1838.06	1977.44
金额资产类	0.00	12.83	4.28	5.70
长期投资	193.72	76.96	100.34	123.68
固定资产	766.98	954.71	1156.41	1258.31
无形资产	63.66	68.13	73.54	75.10
在建工程	179.36	168.71	126.24	123.55
其他	431.94	348.29	377.26	391.10
资产总计	7514.31	9297.74	11521.54	14297.36
流动负债	1921.11	2230.06	2724.86	3384.01
短期借款	69.19	0.00	0.00	0.00
应付款项	1448.53	1655.07	2079.60	2668.83
预收账款	0.00	21.78	21.60	19.95
其他	403.38	553.21	623.66	695.23
非流动负债	683.27	656.06	668.24	669.19
长期借款	528.55	528.55	528.55	528.55
其他	154.73	127.51	139.69	140.64
负债合计	2604.38	2886.12	3393.09	4053.20
少数股东权益	102.08	144.95	187.82	230.70
归属母公司股东权	4807.85	6266.67	7940.62	10013.46
负债和股东权益	7514.31	9297.74	11521.54	14297.36
现金流量表				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	699.22	1341.74	1142.50	1882.83
净利润	1082.10	1361.70	1716.82	2115.72
折旧摊销	110.10	66.33	82.53	95.54
财务费用	89.76	21.51	(12.53)	(7.85)
投资损失	(79.96)	(79.96)	(79.96)	(79.96)
营运资金变动	(216.85)	(303.71)	89.71	(161.85)
其它	(285.93)	275.87	(654.06)	(78.76)
投资活动现金流	(529.69)	301.29	(469.57)	(71.17)
资本支出	(85.89)	(232.62)	(229.73)	(182.75)
长期投资	(163.39)	103.93	(14.83)	(24.76)
其他	(280.41)	429.97	(225.01)	136.34
筹资活动现金流	191.76	67.94	7.20	5.19
短期借款	61.35	(69.19)	0.00	0.00
长期借款	508.66	0.00	0.00	0.00
其他	(378.25)	137.13	7.20	5.19
现金净增加额	361.29	1710.96	680.13	1816.85

利润表				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5310.25	6918.20	8732.22	10645.55
营业成本	3518.20	4661.36	5862.05	7138.84
营业税金及附加	23.15	48.10	55.96	62.88
营业费用	52.20	75.58	100.97	120.89
管理费用	218.63	272.81	326.32	357.89
研发费用	269.51	415.09	563.64	669.88
财务费用	89.76	21.51	(12.53)	(7.85)
资产减值损失	23.88	2.78	4.61	5.42
公允价值变动损益	15.58	15.58	15.58	15.58
投资净收益	79.96	79.96	79.96	79.96
其他经营收益	57.92	48.06	50.68	52.22
营业利润	1264.04	1563.91	1977.41	2445.35
营业外收支	(2.08)	0.30	(0.05)	(0.61)
利润总额	1261.97	1564.20	1977.36	2444.74
所得税	179.87	202.50	260.54	329.02
净利润	1082.10	1361.70	1716.82	2115.72
少数股东损益	42.87	42.87	42.87	42.87
归属母公司净利润	1039.22	1318.83	1673.95	2072.84
EBITDA	1350.01	1580.53	2028.51	2505.80
EPS (最新摊薄)	2.27	2.88	3.65	4.52
主要财务比率				
	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	37.77%	30.28%	26.22%	21.91%
营业利润	6.92%	23.72%	26.44%	23.66%
归属母公司净利润	0.93%	26.91%	26.93%	23.83%
获利能力				
毛利率	33.75%	32.62%	32.87%	32.94%
净利率	20.38%	19.68%	19.66%	19.87%
ROE	22.83%	23.30%	23.03%	22.56%
ROIC	19.32%	19.06%	19.68%	19.58%
偿债能力				
资产负债率	34.66%	31.04%	29.45%	28.35%
净负债比率	22.98%	18.36%	15.62%	13.07%
流动比率	3.06	3.44	3.55	3.64
速动比率	2.53	3.08	3.03	3.21
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.82	0.84	0.82
应收帐款周转率	3.46	3.47	3.51	3.37
应付帐款周转率	3.31	3.02	3.15	3.03
每股指标(元)				
每股收益	2.27	2.88	3.65	4.52
每股经营现金	1.53	2.93	2.49	4.11
每股净资产	10.48	13.67	17.32	21.84
估值比率				
P/E	25.58	20.16	15.88	12.83
P/B	5.53	4.24	3.35	2.65
EV/EBITDA	20.62	14.89	11.14	8.33

资料来源：浙商证券研究所

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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

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>