

## 公司研究

## VR 业务高速增长驱动 21H1 业绩超预期，AR 有望打开长期空间

## ——歌尔股份（002241.SZ）跟踪报告之二

## 买入（维持）

当前价：38.06 元

## 作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

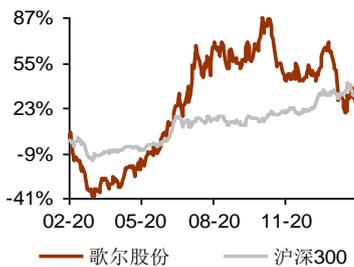
021-52523849

kailiu@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	34.16
总市值(亿元):	1300.25
一年最低/最高(元):	16.77/50.23
近3月换手率:	153.78%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	40.89	3.11	53.70
绝对	41.71	-5.49	87.60

资料来源：Wind

## 相关研报

TWS 业务短期波动不改长期向好趋势，高管增持彰显信心——歌尔股份（002241.SZ）跟踪报告之一（2020-11-30）

中报业绩强劲，AirPods 代工助推 20Q3 高速增长——歌尔股份(002241.SZ)2020 年半年度报告点评（2020-08-23）

AirPods 和 TWS 构筑成长主线，VRAR 和可穿戴打开广阔空间——歌尔股份（002241.SZ）投资价值分析报告（2020-06-10）

## 要点

## 事件：

2021年3月27日，歌尔股份发布2020年年报：公司2020年营业收入为577.43亿元，同比增长64.29%；实现归母净利润28.48亿元，同比增长122.41%；实现扣非归母净利润27.59亿元，同比增长104.57%。

2021年4月21日，公司发布2021年第一季度报告及半年度业绩预告：

(1) 公司2021Q1营业收入为140.28亿元，同比增长145.87%，环比下降39.04%；实现归母净利润9.66亿元，同比增长375.31%，环比增长16.10%；实现扣非归母净利润6.01亿元，同比增长272.76%，环比下降22.45%；

(2) 公司预计2021年上半年将实现归母净利润15.61~17.96亿元，同比增长100%~130%。

## 1. 20 年业绩符合预期，21 年半年报预告超预期，TWS 和 VR 业务高增长

**受益声学整机、智能硬件业务高成长，20 年净利润增加 122%。**2020 年，歌尔股份实现营业收入 577.43 亿元，同比增长 64%，实现归母净利润 28.48 亿元，同比增长 122%。公司 2020 年经营活动净现金流为 76.82 亿元，净利润现金比率为 2.7，2020Q4 经营活动净现金流为 49.74 亿元，净利润现金比率为 5.98。

公司 2020Q4 营业收入为 230.12 亿元，同比增长 108.95%，环比增长 20.12%；实现归母净利润 8.32 亿元，同比增长 181.40%，环比下降 32.69%；实现扣非归母净利润 7.75 亿元，同比增长 196.59%，环比下降 37.78%。

公司 2020 年毛利率为 16.03%，较上年增长 0.61pcts；净利率为 4.94%，较上年增长 1.30pcts；公司 2020 年管理费用为 16.3 亿元，同比增长 94.42%，管理费用率为 2.82%；公司 2020 年销售费用为 4.76 亿元，同比下降 10.92%，销售费用率为 0.82%；公司 2020 年财务费用为 4.91 亿元，同比增长 34.92%，财务费用率为 0.85%。

图表 1：歌尔股份 2020 年分产品收入及毛利率情况（单位：元，%）

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
分行业						
电子元器件	56,531,616,437.84	47,439,733,316.54	16.08%	66.48%	65.36%	0.57%
分产品						
精密零部件	12,205,410,031.94	9,288,265,243.47	23.90%	14.93%	13.47%	0.97%
智能声学整机	26,674,264,183.42	22,707,647,318.10	14.87%	79.95%	75.41%	2.21%
智能硬件	17,651,942,222.48	15,443,820,754.97	12.51%	107.34%	104.34%	1.28%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

**收入拆分：**公司拥有三大类产品业务：精密零组件（MEMS）、智能声学整机（TWS）以及智能硬件（可穿戴、VR/AR）：

- 公司 2020 年智能声学整机收入为 266.74 亿元，同比增长 79.95%，毛利率为 14.87%，较上年增加 2.21pcts；
- 公司 2020 年智能硬件收入为 176.52 亿元，同比增长 66.21%，毛利率为 12.51%，较上年增加 1.28pcts；
- 公司 2020 年精密零组件收入为 122.05 亿元，同比增长 43.37%，毛利率为 23.9%，较上年增加 0.97pcts。

**2021Q1 业绩高速增长，扣非净利润同比增长 273%。**2021 年第一季度，公司实现营业收入 140.28 亿元，归母净利润 9.66 亿元。公司 21Q1 非经常性损益+3.65 亿元，主要是受到持有的 Koplín Corporation 权益性投资公允价值变动影响，扣非后归母净利润为 6.01 亿元，同比增长 273%，环比下降 22%。考虑到一季度为消费电子产品出货淡季，收入同比高速增长，公司 TWS 声学整机业务成长动能依旧强劲，虚拟现实产品亦将带动智能硬件业务快速增长。

**2021H1 业绩超预期，同比净利润依旧翻倍增长。**受益于 TWS 业务、智能硬件业务的销售收入增长和盈利能力改善，公司预计 2021 年上半年将实现归母净利润 15.61~17.96 亿元，对应 2021Q2 净利润为 5.95~8.30 亿元，同比 2020Q2 的 4.87 亿元增长 22%~70%。

## 2. 声学整机业务：短期波动不改稳定向好趋势

2020 年，全球 AirPods 出货量约为 9000 万对，20Q4 开始，由于旧款产品线推出时间较长，需求成长动能不足，加之受到安卓白牌及品牌 TWS 市场份额冲击，AirPods 提货速度开始放缓。展望 2021 年全年，我们预计全球 AirPods 出货量将有可能出现小幅下滑，出货量在 7500~8000 万对左右，悲观预期同比可能下降 10-15%。

在 AirPods 份额整体提升的背景下，公司安卓 TWS 和 HomePod mini 业务也是智能声学整机业务收入增长核心驱动力。展望未来，考虑到越南生产占比提升后带来的成本降低、SiP 和其它零组件自供的可能性，我们认为歌尔 AirPods 代工的盈利能力仍有望趋于提升，驱动公司智能声学整机业务净利润稳定增长。

## 3. 智能硬件业务：FB&PS VR 产品出货量高增长，代工龙头歌尔有望深度受益

**Facebook：Oculus 产品线不断降价，Quest 2 定价 299 美元已成爆款。**Facebook 的 Oculus 产品系列一直以来是 VR 一体机出货量最大的产品线，而 FB 也致力于在保证产品质量的基础上，不断降价出货打造 VR 用户生态，纵观整个 Oculus 1 代产品生命周期，我们可以看到降价幅度超过 50%：

- 2016 年最初上市时售价 599 美元，Touch 手柄 16 年底发布，单独售价 199 美元，两者共需 798 美元；
- 17 年 3 月份，Rift 头显降至 499 美元，Touch 手柄降至 99 美元，套装售价降低至 598 美元；
- 17 年夏季，Oculus 推出带有 Touch 手柄的套装，售价 499 美元。
- 17 年 10 月，OC4 大会上，套装价格正式调低为 399 美元；

- 19年1月，Oculus Rift 套装再降 50 美元，到 349 美元。这一价格维持到 19 年 5 月 Rift S 发售（399 美元）。

在不断的降价过程中，Oculus 产品不断向真正意义上的主流 VR 头显定位进发，19 年 5 月开始在 Steam VR 机型中占比接近 50%，PC 平台份额一家独大。2020 年 10 月，公司发布新一代产品 Quest 2，配备高通 XR2 芯片，6GB 内存，屏幕由 OLED 改为 LCD，分辨率、刷新率更高，透镜有所变化，售价再度下降至 299 美元，一经发布便全平台断货，成为爆款产品。

根据 RecRoom 统计，2020Q4 Oculus Quest 出货量可能已经达到 200-300 万部，助推 Facebook FY20Q4 非广告收入达到 8.85 亿美元，同比大幅增长 256%。Quest 2 的推出有助于 Facebook 打开 C 端 VR 市场，也是 Quest 1 发售 1 年多之后，首次让 VR 产品步入主流消费电子市场。参照 IDC、Recroom 的预计，Quest 2 产品 2021 年出货量有望达到 700-900 万台，将有望带动 Oculus VR 生态用户数量超过千万级。

图表 2：FB 分季度非广告收入（18Q4-20Q4，单位：百万美元）



资料来源：Facebook，光大证券研究所整理

图表 3：索尼 PS4 全生命周期各类产品出货量（单位：台）



资料来源：CES2020，Sony

**索尼 PS VR：3 年出货 500 万台，下一代产品 22 年推出。**截止 2020 年，索尼伴随 PS4 发售的 PS VR 产品全周期出货量为 500 万台，而由于硬件相对较为落后，2020 年销量有所放缓，年出货量超过 100 万台。2022 年，Quest 产品有望成为首款主流 VR 一体头显设备，而索尼、华为、PICO 等厂商也将陆续推出自己的成熟产品，VR 产品出货量有望迎来进一步高速增长。

**歌尔股份：全球 VR 一体机代工龙头，深度受益市场成长。**歌尔股份是全球中高端 VR 产品的主要代工厂商，占据 Facebook Oculus 产品以及 PS VR 等主流 VR 头显的绝大部分代工份额。展望 2021 年，受益 Quest 2 爆款单品带来下游出货量的高增长，全年 VR 头显出货量有望快速增长，且为公司智能硬件业务贡献主要营收，叠加原有游戏主机、安卓可穿戴设备等代工业务，智能硬件有望继续保持成长动能，为公司贡献可观业绩增量。

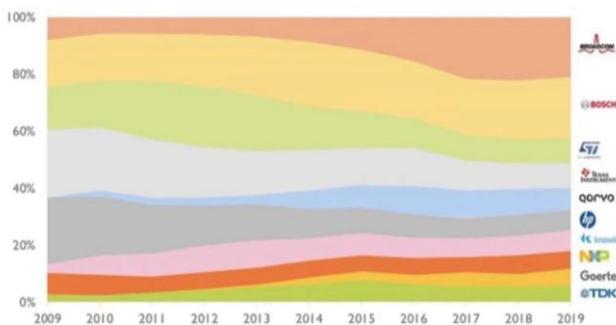
## 4. 精密零组件业务：分拆歌尔微电子创业板上市，实现 MEMS 业务聚焦

2021 年 4 月 21 日，公司发布分拆子公司歌尔微电子至创业板上市预案。子公司歌尔微电子上市后，上市公司歌尔股份直接持有 85.90% 股份，仍将保持对歌尔微的控制权，歌尔微仍为公司合并报表范围内的子公司，分拆上市不会额外增加公司的关联交易。

歌尔微电子主营业务包括 MEMS 麦克风、MEMS 传感器、微系统模组等相关业务，产品主要应用于智能手机、智能无线耳机、汽车电子等领域。歌尔微专注于 MEMS 相关产品的自主研发与设计，在芯片设计、封装和测试等各生产环节都拥有了自主研发能力和核心技术积累，2019 年 MEMS 行业销售额市占率排名第九，也是首个进入 MEMS 前十大厂商的中国企业。

2018-2020 年，歌尔微电子营业收入分布为 18.54、24.43 和 31.94 亿元，净利润为 3.54、3.17 和 3.94 亿元。分拆上市后，上市公司歌尔股份将专注于智能声学整机及硬件代工业务，而子公司歌尔微电子将实现 MEMS 业务聚焦，充分利用国家集成电路产业政策环境，直接与资本市场对接，深化半导体 MEMS 业务布局，在国产替代背景下，推动公司精密零组件（MEMS）业务快速发展。

图表 4：2009-2019MEMS 行业 Top10 厂商份额变化



资料来源：Yole 2020

图表 5：2018-2020 年歌尔微电子主要财务数据（单位：万元）

项目	单位：万元		
	2020 年 12 月 31 日 /2020 年度	2019 年 12 月 31 日 /2019 年度	2018 年 12 月 31 日 /2018 年度
总资产	276,000.05	177,039.26	119,232.57
净资产	123,622.33	78,140.74	73,996.04
营业收入	319,430.27	244,307.50	185,376.96
净利润	39,420.50	31,689.18	35,392.98

资料来源：歌尔股份公司公告

**盈利预测、估值与评级：**歌尔股份未来将坚持“零件+成品”的发展战略，在半导体国产零组件自给率提升的背景下，TWS 下游市场稳定成长、VRAR 出货量快速提升将推动公司智能声学整机、智能硬件业务高速发展，驱动歌尔步入快速成长通道。我们上调公司 21/22 年营业收入预期为 788.27 亿元 (+13%)、983.60 亿元 (+15%)，上调 21/22 年净利润预期为 41.30 亿元 (+1.7%)、53.14 亿元 (+5.6%)，新增 23 年收入和净利润预期为 1374.00 亿元和 68.34 亿元，继续给予“买入”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期风险；行业竞争加剧风险

图表 6：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	35,148	57,743	78,827	98,360	137,400
营业收入增长率	47.99%	64.29%	36.51%	24.78%	39.69%
净利润 (百万元)	1,281	2,848	4,130	5,314	6,834
净利润增长率	47.58%	122.41%	45.02%	28.67%	28.60%
EPS (元)	0.39	0.87	1.21	1.56	2.00
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.95%	14.49%	17.74%	19.20%	20.51%
P/E	96	44	31	24	19
P/B	7.7	6.3	5.6	4.7	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-22；注：2020 年公司股本为 32.45 亿股，21 年公司股本变更为 34.16 亿股。

## 歌尔股份历史报告汇总

### 公司跟踪与公告点评

1. 《TWS 业务短期波动不改长期向好趋势，高管增持彰显信心——歌尔股份 (002241.SZ) 跟踪报告之一》 2020-11-22
2. 《各大业务全线发力，三季度业绩再创新高——歌尔股份 (002241.SZ) 2020 年第三季度报告点评》 2020-10-23
3. 《中报业绩强劲，AirPods 代工助推 20Q3 高增长——歌尔股份(002241.SZ)2020 年半年度报告点评》 2020-08-23
4. 《业绩预告超预期，AirPods 加速成长——歌尔股份 (002241.SZ) 2020 年半年度业绩预告点评》 2020-06-30

### 行业深度与公司深度

1. 《AirPods 波动不改立讯歌尔长期向好趋势——光大证券通信电子行业周观点第 5 期》 2021-03-21
2. 《半导体高景气且国产替代大势所趋，立讯歌尔短期波动不改长期向好趋势——电子通信行业 2020 年 12 月投资策略》 2020-12-03
3. 《AirPods 和 TWS 构筑成长主线，VRAR 和可穿戴打开广阔空间——歌尔股份 (002241.SZ) 投资价值分析报告》 2020-06-10

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	35,148	57,743	78,827	98,360	137,400
营业成本	29,726	48,484	65,899	82,327	115,966
折旧和摊销	1,953	2,137	1,879	2,079	2,229
税金及附加	224	200	473	541	756
销售费用	534	476	1,143	1,377	1,924
管理费用	838	1,630	2,128	2,607	3,710
财务费用	364	491	211	328	417
研发费用	1,807	3,426	4,651	5,803	7,969
投资收益	160	139	50	50	50
营业利润	1,496	3,261	4,784	6,145	7,892
利润总额	1,472	3,222	4,759	6,120	7,867
所得税	192	370	619	796	1,023
净利润	1,279	2,852	4,140	5,324	6,844
少数股东损益	1	4	10	10	10
归属母公司净利润	1,281	2,848	4,130	5,314	6,834
EPS (元)	0.39	0.87	1.21	1.56	2.00

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5451	7682	3790	3233	6781
净利润	1281	2848	4130	5314	6834
折旧摊销	1953	2137	1879	2079	2229
净营运资金增加	-200	267	5082	6978	7755
其他	2418	2430	-7302	-11138	-10037
投资活动产生现金流	-3038	-5301	-1933	-1755	-1190
净资本支出	-2987	-5549	-2265	-1800	-1250
长期投资变化	270	337	0	0	0
其他资产变化	-321	-89	332	45	60
融资活动现金流	-1337	1642	602	1062	-515
股本变化	0	30	0	0	0
债务净变化	-489	1976	1310	2317	1094
无息负债变化	4468	8877	183	981	8425
净现金流	1087	3819	2459	2539	5075

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	15.4%	16.0%	16.4%	16.3%	15.6%
EBITDA 率	12.2%	10.6%	8.7%	8.7%	7.7%
EBIT 率	6.6%	6.9%	6.3%	6.6%	6.1%
税前净利润率	4.2%	5.6%	6.0%	6.2%	5.7%
归母净利润率	3.6%	4.9%	5.2%	5.4%	5.0%
ROA	3.7%	5.8%	7.6%	8.6%	8.9%
ROE (摊薄)	8.0%	14.5%	17.7%	19.2%	20.5%
经营性 ROIC	8.5%	12.7%	13.2%	14.1%	15.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	53.5%	59.8%	56.9%	55.2%	56.7%
流动比率	1.01	1.24	1.30	1.43	1.50
速动比率	0.71	0.83	0.91	1.00	1.04

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	34,660	49,118	54,254	61,950	77,120
货币资金	3,613	7,788	10,247	12,787	17,862
交易性金融资产	47	251	50	50	50
应收帐款	8,104	9,952	11,706	14,606	20,404
应收票据	40	93	79	98	137
其他应收款 (合计)	60	56	118	148	206
存货	5,296	9,171	9,860	12,314	17,355
其他流动资产	325	523	523	523	523
流动资产合计	17,704	28,129	32,978	40,938	57,117
其他权益工具	336	357	357	357	357
长期股权投资	270	337	337	337	337
固定资产	11,502	14,675	15,196	15,019	14,233
在建工程	1,433	2,079	1,784	1,507	1,205
无形资产	2,397	2,730	2,953	3,097	3,186
商誉	18	17	12	12	12
其他非流动资产	256	258	258	258	258
非流动资产合计	16,957	20,989	21,276	21,012	20,003
总负债	18,531	29,384	30,878	34,176	43,695
短期借款	6,154	3,190	5,532	7,849	8,944
应付账款	8,977	15,527	16,475	16,465	23,193
应付票据	697	1,798	1,318	1,647	2,319
预收账款	105	0	236	492	687
其他流动负债	5	81	81	81	81
流动负债合计	17,558	22,736	25,384	28,683	38,202
长期借款	344	2,754	2,754	2,754	2,754
应付债券	0	3,031	2,000	2,000	2,000
其他非流动负债	397	539	539	539	539
非流动负债合计	973	6,648	5,493	5,493	5,493
股东权益	16,129	19,734	23,376	27,773	33,425
股本	3,245	3,275	3,416	3,416	3,416
公积金	4,174	5,182	5,379	5,379	5,379
未分配利润	9,163	11,500	14,801	19,188	24,830
归属母公司权益	16,107	19,653	23,286	27,673	33,315
少数股东权益	22	80	90	100	110

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.5%	0.8%	1.5%	1.4%	1.4%
管理费用率	2.4%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%
财务费用率	1.0%	0.8%	0.3%	0.3%	0.3%
研发费用率	5.1%	5.9%	5.9%	5.9%	5.8%
所得税率	13.1%	11.5%	13.0%	13.0%	13.0%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.15	0.27	0.35	0.45
每股经营现金流	1.68	2.35	1.11	0.95	1.98
每股净资产	4.96	6.00	6.82	8.10	9.75
每股销售收入	10.83	17.63	23.07	28.79	40.22

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	96	44	31	24	19
PB	7.7	6.3	5.6	4.7	3.9
EV/EBITDA	31	22	20	17	14
股息率	0.3%	0.4%	0.7%	0.9%	1.2%

## 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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 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。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE