

欧普康视

300595

审慎增持 (维持)

疫情下 Q2 收入正增长, Q3 高景气度值得期待

2022 年 8 月 8 日

市场数据

市场数据日期	2022/8/5
收盘价(元)	50.11
总股本(百万股)	894.83
流通股本(百万股)	624.68
总市值(亿元)	448.40
流通市值(亿元)	313.03
净资产(亿元)	41.89
总资产(亿元)	46.62
每股净资产(元)	4.31

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《欧普康视(300595)角膜塑形镜百亿空间待释放, 抢先布局终端扩大优势》2020-07-09

《定增扩产加速布局终端, 视光引擎雏形已现》2021-07-15

《欧普康视 2022Q1 点评: 重点区域疫情加剧, 承压下业绩高速增长超预期》2022-04-27

分析师:

刘嘉仁

liujr@xyzq.com.cn

S0190518080001

代凯燕

daiky@xyzq.com.cn

S0190519050001

涂佳妮

tujiani@xyzq.com.cn

S0190522080003

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1295	1698	2343	3199
同比增长	48.7%	31.1%	38.0%	36.6%
归母净利润(百万元)	555	670	849	1092
同比增长	28.0%	20.8%	26.7%	28.5%
毛利率	76.7%	76.4%	75.1%	74.2%
净利率	45.7%	43.6%	41.1%	39.7%
净资产收益率	25.0%	24.3%	24.8%	25.5%
每股收益(元)	0.65	0.79	1.00	1.28
每股经营现金流(元)	0.74	0.63	1.04	1.39

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **事件:** 1) 22H1 公司实现营收、归母净利润、扣非归母 6.84 亿元/同比+20.05%、2.58 亿元/同比+0.90%、2.39 亿元/同比+13.16%; 实现毛利率 76.31%/同比-0.19pct, 净利率 41.68%/同比-5.15pct; 2) 22Q2 实现营收、归母净利润、扣非归母 13.13 亿元/同比+10.63%、1.10 亿元/同比-6.53%、1.01 亿元/同比-2.80%; 实现毛利率 74.82%/同比-0.36pct, 净利率 38.90%/同比-3.50pct。

- **疫情下公司 Q2 仍旧实现收入的同比正增长, 角膜塑形镜再度展现了其刚需的特质, Q3 高景气度值得期待:**

1) Q2 全国多地均受疫情影响较大, 发生疫情的区域普遍采取限制甚至停止眼科和视光服务机构正常营业的防控措施, 对公司出厂端、视光终端的经营以及视光终端的收购均有较大影响;

2) 非控股客户的镜片订单需在确认用户适配且双方对账无误后才能确认销售收入, 一般计入次月业绩, 因此 Q2 收入实际主要反映了 3-5 月的订单, 3、4 月负增长, 5 月订单基本持平, 则 Q3 业绩将反映 6-8 月销售情况, 6 月基本恢复正常重新回到正增长, 考虑到角膜塑形镜的刚性需求及渗透率的不断提升, 预计今年暑期景气度延续, Q3 收入增长值得期待;

3) 普通框架镜 Q2 收入预计有一定下滑, 而 21H1 为大幅增长, 对收入增长有一定拖累, 预计主要由于 Q2 疫情下视光终端闭店影响, 且框架镜不似角膜塑形镜有刚性续配, 恢复速度相对延后, 框架镜增速修复后预计对公司整体收入贡献可观。

- **从利润端来看, 销售费率+少数股东损益影响归母净利率, 预计未来收入增速将高于利润增速:**

1) **从利润率来看:** 各产品毛利率均同比稳中有升, 毛利率的小幅下行主要是由于产品结构变化所致, 但销售费率同比明显提升, 主要由于终端占比提高, 且疫情下终端的租金、员工薪酬等固定开支预计拖累利润率。

2) 从非业务性影响来看: 一方面理财收益同比减少, 另一方面 22Q2 少数股东权益占比达 9.6%, 相较于 21Q2 的 1.85% 有显著提升, 因此归母净利润增速低于净利润增速。但少数股东损益增多象征着公司控股视光终端的盈利能力增强, 由于出厂端利润率本身要高于医疗服务业务, 预计未来收入增速整体将高于利润增速。

- **分产品来看, 各业务毛利率稳中有升:** 2022H1 硬性角膜接触镜实现营收 3.46 亿元/同比+3.82%, 毛利率 89.30%/同比+0.57pct, 护理产品实现营收 1.33 亿元/同比+44.61%, 毛利率 52.86%/同比+1.29pct, 普通框架镜及其他产品实现营收 0.93 亿元/同比+17.82%, 毛利率 65.76%/同比+1.29pct, 医疗服务实现营收 1.10 亿元/同比+72.59%, 毛利率 72.71%/同比+10.31pct: 1) 公司控股医疗机构收取角膜塑形应用中的检查、复查、试戴、材料等列入医疗服务, 此前全部列入硬镜科目, 若两项合并来看, 21H1 收入增速达 15%; 2) 护理产品疫情下线上销售持续, 市场认可度较高, 维持高增长; 3) 普通框架镜 Q2 收入预计有一定下滑, 而 21H1 为大幅增长, 对收入增长有一定拖累, 预计主要由于 Q2 疫情下视光终端闭店影响, 且框架镜不似角膜塑形镜有刚性续配, 恢复速度相对延后, 框架镜增速修复后预计对公司整体收入贡献可观。
- **财务指标来看:** 1) 22Q2 实现毛利率 74.82%, 同比下降 0.36pct, 净利率 38.90%, 同比下降 3.50pct; 从期间费率看, 销售费率 22.89%/同比+3.11pct; 管理费 7.37%/同比-0.17pct; 研发费率 2.59%/同比+0.34pct, 财务费率-0.31%/同比-0.80pct。销售费率同比明显提升, 主要由于终端占比提高, 且疫情下终端的租金、员工薪酬等固定开支预计拖累利润率; 2) 现金流: 2022H1 实现经营性净现金流 2.66 亿元, 同比-3.55%; 3) 存货周转速度有所下滑, 主要是控股视光终端及经销商数量提升; 4) 公司应收账款周转天数基本稳定, 且公司的主要欠款对象为医院, 违约概率较低。
- **定增正式落地,** 共发行 0.43 亿股, 发行价 35.29 元/股, 募集资金总额 15.03 亿元。此外, **公司公告变更视光终端建设项目实施方式及地点:** 1) 为提升异地建设效率, 拟将全部新建终端改为独资新建、合资新建和投资并购相结合的方式, 同时可实现吸引优秀人才和整合优质资源的效果; 2) 项目实施地由安徽、江苏等八省份扩展至全国, 利于加快行程全国性眼视光服务终端网络。
- **盈利预测与评级:** 公司所处细分行业赛道优质成长空间大, 在行业内具备竞争优势, 且在核心主业高增长的同时扩容视光全产业链及高增速医疗服务行业。我们看好公司的短中长期发展, 我们调整公司 2022-2024 年的归母净利润分别至 6.70 亿元、8.49 亿元、10.92 亿元, EPS 分别至 0.79 元、1.00 元、1.28 元, 对应 2022 年 8 月 5 日收盘价的 PE 为 63.6、50.2、39.0 倍。维持公司“审慎增持”评级。

风险提示: 政策风险; 市场竞争加剧风险; 近视矫正竞品上市风险; 投资收益不及预期风险等。

报告正文

1、事件

事件 1: 2022H1, 公司分别实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润 6.84 亿元/同比+20.05%、2.58 亿元/同比+0.90%、2.39 亿元/同比+13.16%; 实现毛利率 76.31%/同比-0.19pct, 净利率 41.68%/同比-5.15pct。

事件 2: 2022Q2, 公司实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 13.13 亿元/同比+10.63%、1.10 亿元/同比-6.53%、1.01 亿元/同比-2.80%; 实现毛利率 74.82%/同比-0.36pct, 净利率 38.90%/同比-3.50pct。

2、2022H1 点评

2.1、疫情下 Q2 实现收入正增长, Q3 高景气度值得期待

● 整体情况

2022H1 公司实现营收 6.84 亿元/同比+20.05%、归母净利润 2.58 亿元/同比+0.90%、扣非归母净利润 2.39 亿元/同比+13.16%; 2022Q2, 公司实现营收 3.13 亿元/同比+10.63%、归母净利润 1.10 亿元/同比-6.53%、扣非归母净利润 1.01 亿元/同比-2.80%。

疫情下公司 Q2 仍旧实现收入的同比正增长, 销售费率+少数股东损益占比提升使得归母净利润增速低于收入增速:

从收入端来看, 角膜塑形镜再度展现了其刚需的特质, Q3 高景气度值得期待:

- 1) Q2 全国多地均受疫情影响较大, 发生疫情的区域普遍采取限制甚至停止眼科和视光服务机构正常营业的防控措施, 对公司出厂端、视光终端的经营以及视光终端的收购均有较大影响;
- 2) 非控股客户的镜片订单需在确认用户适配且双方对账无误后才能确认销售收入, 一般计入次月业绩, 因此 Q2 收入实际主要反映了 3-5 月的订单, 3、4 月负增长, 5 月订单基本持平, 则 Q3 业绩将反映 6-8 月销售情况, 6 月基本恢复正常重新回到正增长, 考虑到角膜塑形镜的刚性需求及渗透率的不断提升, 预计今年暑期景气度延续, Q3 收入增长值得期待;
- 3) 普通框架镜 Q2 收入预计有一定下滑, 而 21 年为大幅增长, 对收入增长有一定拖累, 预计主要由于 Q2 疫情下视光终端闭店影响, 且框架镜不似角膜塑形镜有刚性续配, 恢复速度相对延后, 框架镜增速修复后预计对公司整体收入贡献可观。

从利润端来看, 销售费率+少数股东损益影响归母净利率, 预计未来收入增速将高

于利润增速:

1) 从利润率来看: 各产品毛利率均同比稳中有升, 毛利率的小幅下行主要是由于产品结构变化所致, 但销售费率同比明显提升, 主要由于终端占比提高, 且疫情下终端的租金、员工薪酬等固定开支预计拖累利润率。

2) 从非业务性影响来看: 一方面理财收益同比减少, 另一方面 22Q2 少数股东权益占比达 9.6%, 相较于 21Q2 的 1.85% 有显著提升, 因此归母净利润增速低于净利润增速。但少数股东损益增多象征着公司控股视光终端的盈利能力增强, 由于出厂端利润率本身要高于医疗服务业务, 预计未来收入增速整体将高于利润增速。

图 1、公司半年度营收规模情况

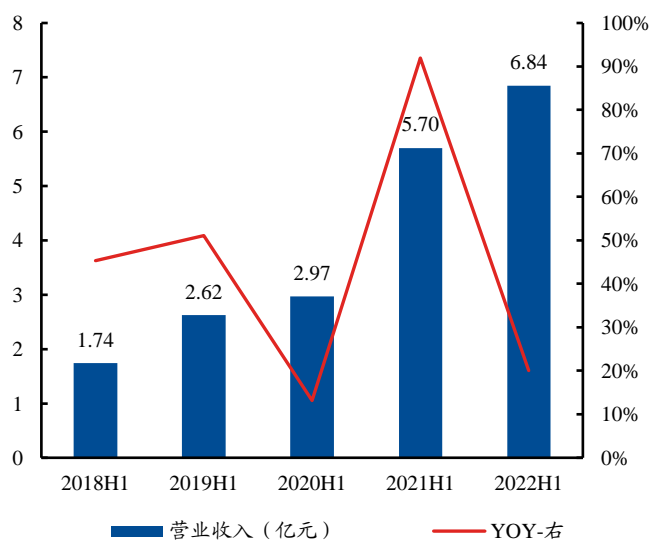
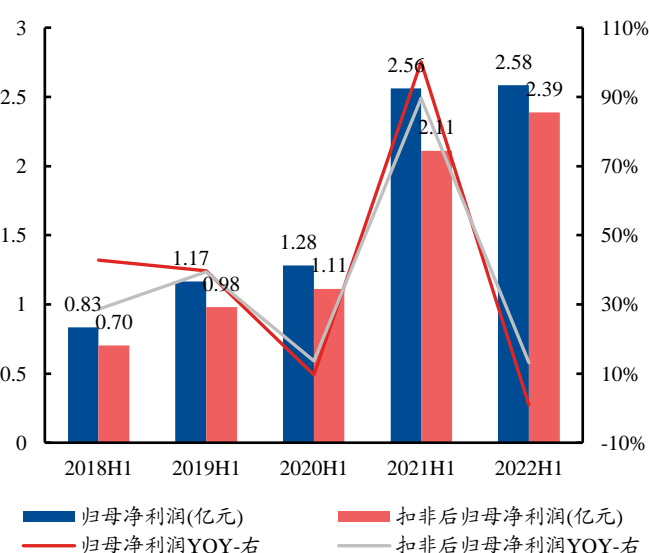


图 2、公司半年度利润规模情况



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司二季度营收规模情况

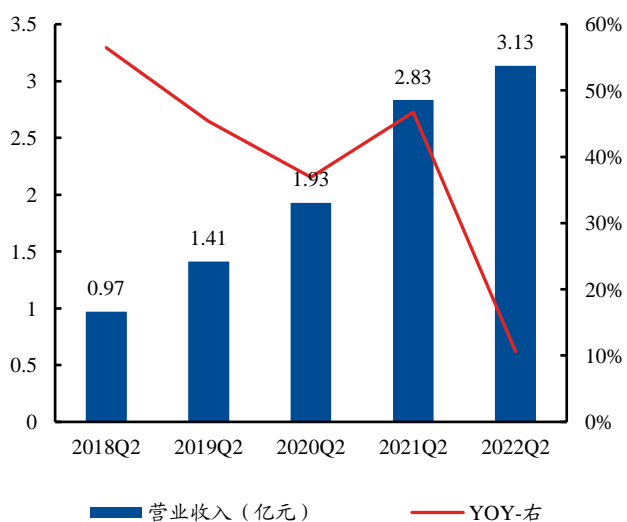
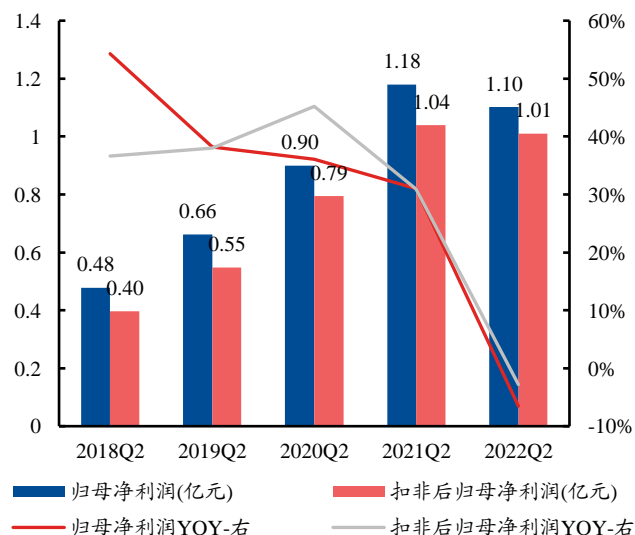


图 4、公司二季度利润规模情况



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

● **分板块**

分产品来看: 2022H1 公司硬性角膜接触镜、护理产品、框架眼镜及其他和医疗服务分别实现营业收入 3.46、1.33、0.93、1.10 亿元, 分别同比增长 3.82%、44.61%、17.82%、72.59%。**其中:** 1) 公司控股医疗机构收取角膜塑形应用中的检查、复查、试戴、材料等列入**医疗服务收入**, 此前全部列入**硬性角膜接触镜**科目, 若两项合并来看, 21H1 收入增速达 15%; 2) **护理产品**疫情下线上销售持续, 市场认可度较高, 维持高增长; 3) **普通框架镜** Q2 收入预计有一定下滑, 而 21H1 为大幅增长, 对收入增长有一定拖累, 预计主要由于 Q2 疫情下视光终端闭店影响, 且框架镜不似角膜塑形镜有刚性续配, 恢复速度相对延后, 框架镜增速修复后预计对公司整体收入贡献可观。

图 5、公司硬性角膜接触镜营收及增速

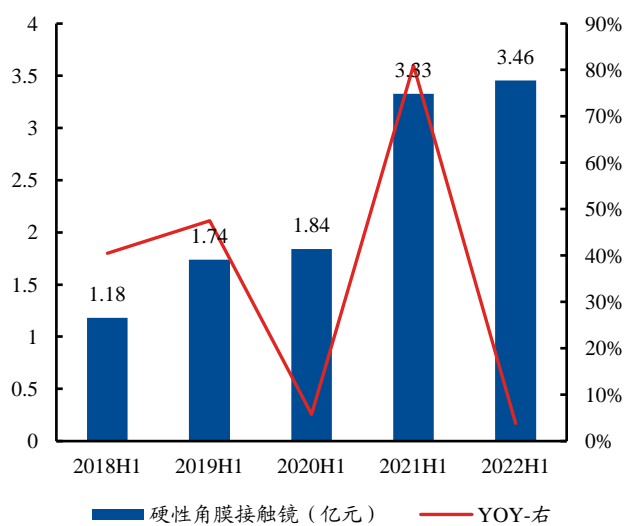
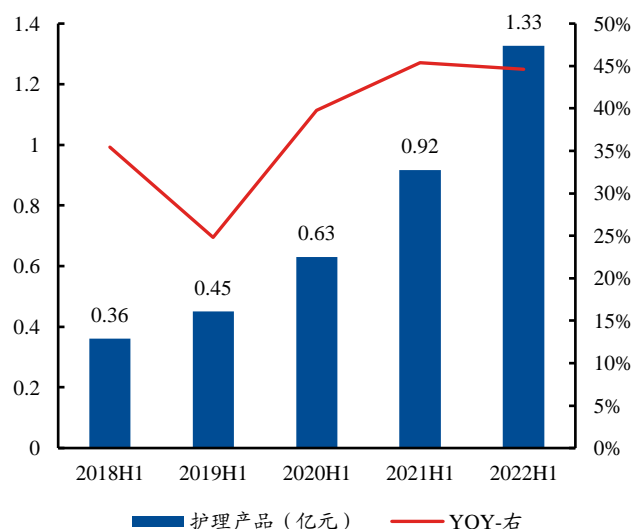


图 6、公司护理产品营收及增速



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、公司框架眼镜及其他营收及增速

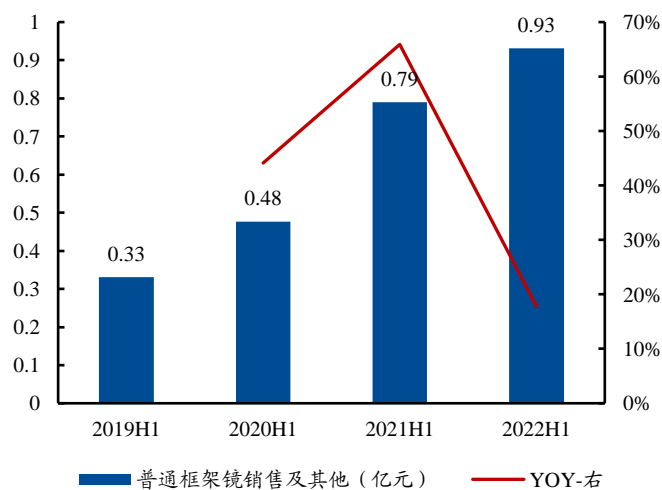
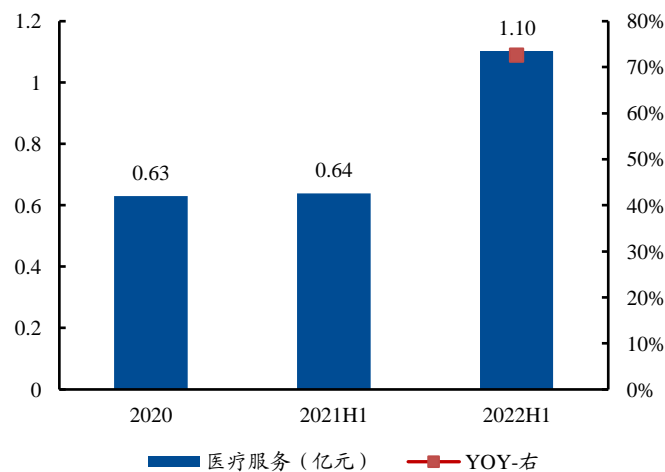


图 8、公司医疗服务营收



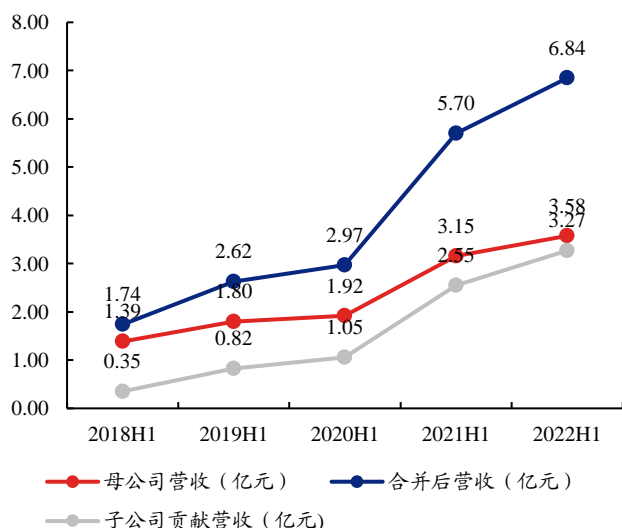
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 母公司及子公司

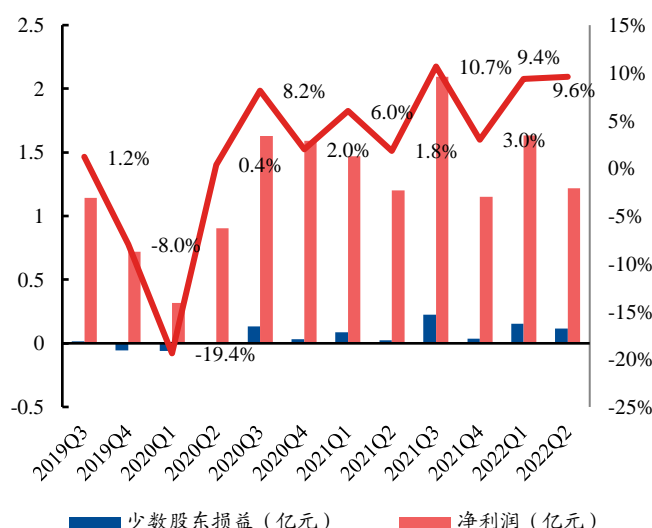
公司持续投资视光终端及眼科产业链其他业务，2022H1 子公司贡献营收约占一半，少数股东损益占比亦有所提升。2022H1 公司合并报表营收 6.84 亿元，母公司营收 3.58 亿元，则子公司贡献营收 3.27 亿元；从少数股东损益占净利润比例来看，22Q2 少数股东权益占比达 9.6%，相较于 21Q2 的 1.85% 有显著提升。可见随着终端逐渐培育成熟，盈利能力及业绩贡献逐步提升，当前公司参控股超过 350 家视光终端，随着定增落地，公司收购速度有望加快。

图 9、子公司贡献营收



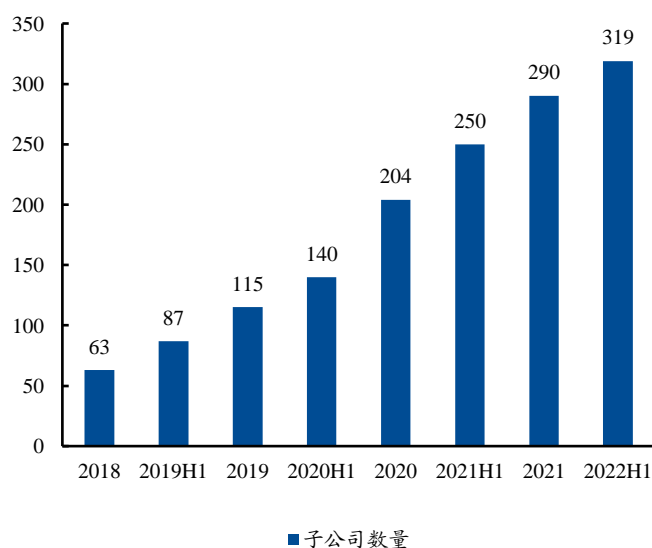
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、少数股东损益占比



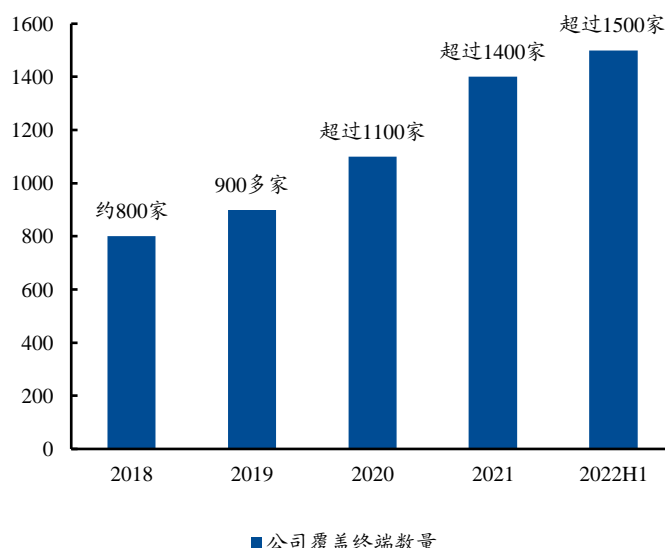
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、子公司数量(家)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、公司覆盖终端数量(家)



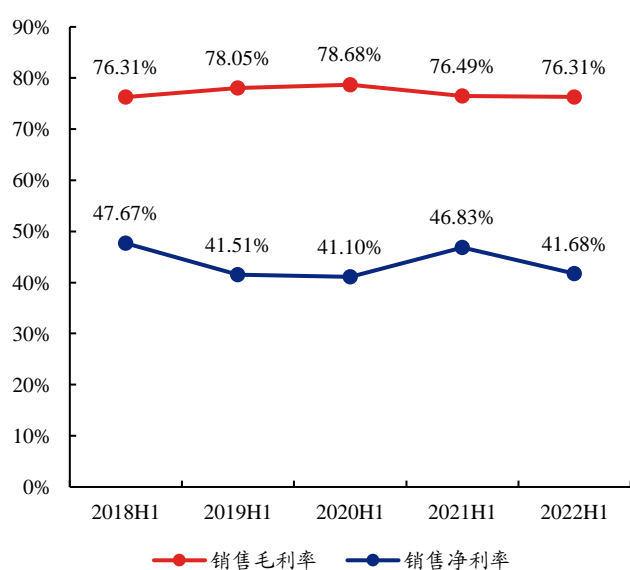
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、各产品毛利率稳中有升，终端占比提升+疫情影响销售费率有所提升

22H1 公司实现销售毛利率 76.31%，同比下降 0.19pct，净利率 41.68%，同比下降 5.15pct；从期间费率看，销售费用率 20.29%/同比+1.29pct，管理费用率 8.28%/同比-0.11pct、研发费用率 2.48%/同比+0.15pct、财务费用率-0.13%/同比-0.73pct。

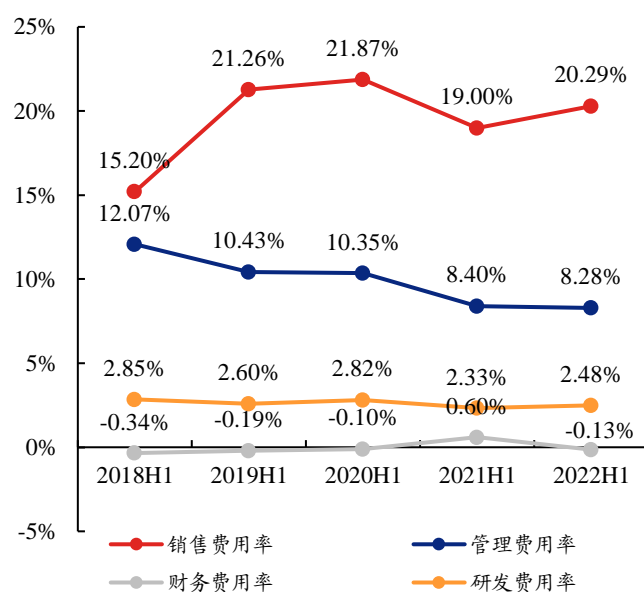
22Q2 实现毛利率 74.82%，同比下降 0.36pct，净利率 38.90%，同比下降 3.50pct；从期间费率看，销售费率 22.89%/同比+3.11pct；管理费 7.37%/同比-0.17pct；研发费率 2.59%/同比+0.34pct，财务费率-0.31%/同比-0.80pct。销售费率同比明显提升，主要由于终端占比提高，且疫情下终端的租金、员工薪酬等固定开支预计拖累利润率。

图 13、公司半年度毛利率和净利率



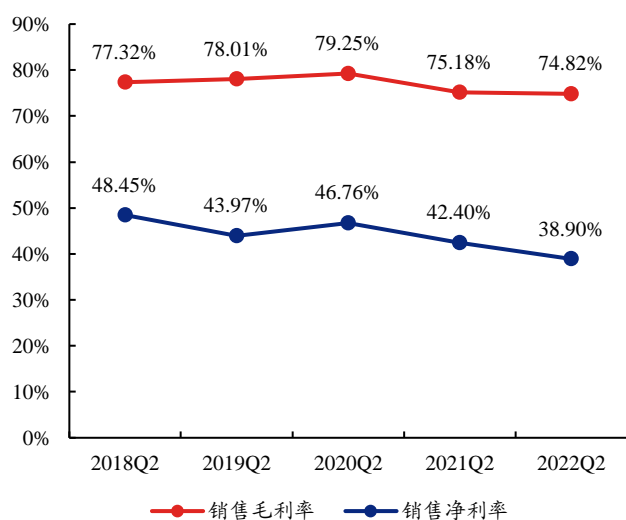
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、公司半年度费率情况



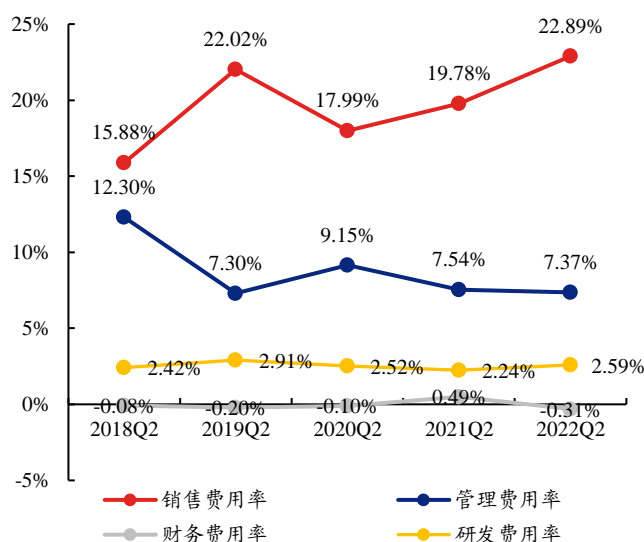
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、公司二季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

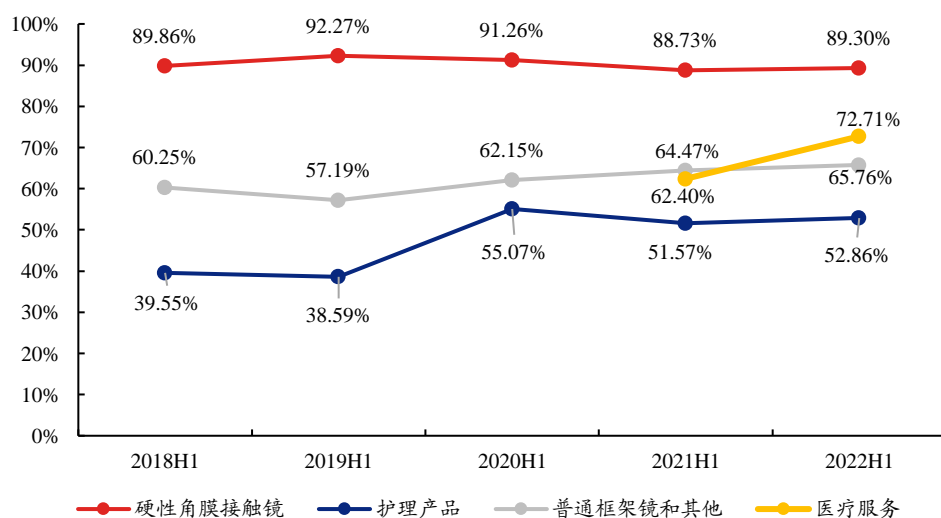
图 16、公司二季度期间费率情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：此处管理费用率包含管理费用与研发费用

各产品毛利率稳中有升：22H1 硬镜实现毛利率 89.30%/同比+0.57pct，护理产品实现毛利率 52.86%/同比+1.29pct，普通框架镜及其他产品实现毛利率 65.76%/同比+1.29pct，医疗服务实现毛利率 72.71%/同比+10.31pct。

图 17、公司分产品毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、财务分析

2022H1，公司经营性净现金流依旧稳定增长，收到定增募集资金因此期末现金大幅提升。公司存货周转速度有所下滑，主要是控股视光终端及经销商数量提升。公司应收账款周转天数基本稳定，且公司的主要欠款对象为医院，违约概率较低。

图 18、公司运营能力情况

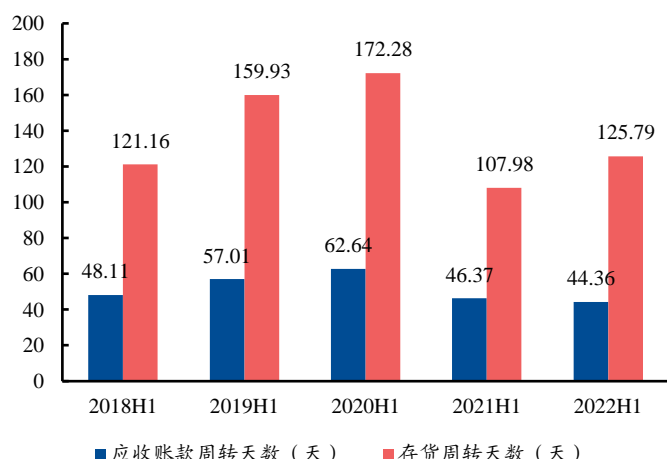
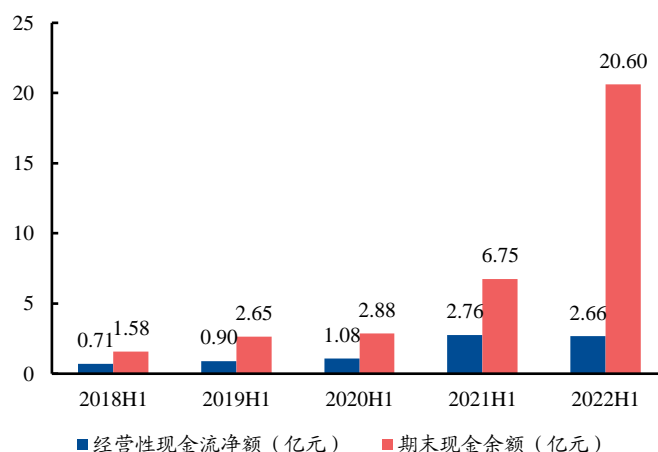


图 19、公司现金流情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3、定增落地，变更项目实施地点及方式

公司定增正式落地，视光终端建设扩展至全国，将采用收购+合资新建+独资新建三种模式共同加速推进。此次定增共向特定对象发行4259.46万股，发行价格35.29元/股，募集资金总额15.03亿元，募集资金净额14.94亿元。募集资金将主要用于接触镜和配套产品产业化项目及社区化视光服务终端建设项目。此外，公司公告变更视光终端建设项目实施方式及地点：1)为提升异地建设效率，拟将全部新建终端改为独资新建、合资新建和投资并购相结合的方式，同时可实现吸引优秀人才和整合优质资源的效果；2)项目实施地由安徽、江苏等八个省份扩展至全国，利于加快行程全国性眼视光服务终端网络。2022年上半年，公司新增的合作终端150多家，包括28家控股视光终端，目前已建立合作关系的终端总数超过1500家。

表 1、募集资金情况

项目名称	接触镜和配套产品产业化项目	社区化眼视光服务终端建设项目	合计
投资总额(万元)	41760.00	177868.00	219628.00
原拟使用募集资金投入(万元)	41760.00	162395.12	204155.12
调整后使用募集资金投入(万元)	41760.00	107646.89	149406.89
募集资金累计投资金额(万元)	6927.49	1480.68	8408.17
募集资金投资进度	16.59%	1.38%	-

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、盈利预测与评级

公司所处细分行业赛道优质成长空间大，在行业内具备竞争优势，且在核心主业

高增长的同时扩容视光全产业链及高增速医疗服务行业。我们看好公司的短中长期发展，我们调整公司 2022-2024 年的归母净利润分别至 6.70 亿元、8.49 亿元、10.92 亿元，EPS 分别至 0.79 元、1.00 元、1.28 元，对应 2022 年 8 月 5 日收盘价的 PE 为 63.6、50.2、39.0 倍。维持公司“审慎增持”评级。

5、风险提示

- (1) 政策风险;
- (2) 市场竞争加剧风险;
- (3) 近视矫正竞品上市风险;
- (4) 投资收益不及预期风险等。

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1903	2286	2565	3076	营业收入	1295	1698	2343	3199
货币资金	656	848	950	1266	营业成本	302	401	584	824
交易性金融资产	699	717	755	733	税金及附加	12	15	20	28
应收票据及应收账款	157	206	284	387	销售费用	244	319	450	627
预付款项	35	46	67	94	管理费用	103	136	185	250
存货	106	141	205	289	研发费用	27	36	50	68
其他	251	330	305	307	财务费用	4	-4	4	4
非流动资产	1069	1240	1762	2314	其他收益	5	6	6	6
长期股权投资	266	266	266	266	投资收益	71	30	35	38
固定资产	183	378	864	1350	公允价值变动收益	10	20	15	16
在建工程	58	29	64	132	信用减值损失	-5	-5	-5	-5
无形资产	24	24	24	24	资产减值损失	0	0	-0	-0
商誉	254	254	254	254	资产处置收益	0	-0	-0	-0
长期待摊费用	51	51	51	51	营业利润	685	847	1100	1453
其他	234	239	239	238	营业外收入	2	2	2	2
资产总计	2972	3526	4327	5391	营业外支出	3	2	1	3
流动负债	303	241	267	298	利润总额	684	846	1100	1452
短期借款	0	0	0	0	所得税	92	106	138	181
应付票据及应付账款	37	49.61	72.33	102.09	净利润	592	741	963	1270
其他	266	191	195	196	少数股东损益	37	70	113	179
非流动负债	133	133	133	133	归属母公司净利润	555	670	849	1092
长期借款	0	0	0	0	EPS(元)	0.65	0.79	1.00	1.28
其他	133	133	133	133					
负债合计	436	374	400	431					
股本	851	851	851	851	主要财务比率				
资本公积	49	49	49	49	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
未分配利润	1153	1632	2209	2954	成长性				
少数股东权益	320	390	504	682	营业收入增长率	48.7%	31.1%	38.0%	36.6%
股东权益合计	2536	3152	3928	4960	营业利润增长率	44.4%	23.7%	29.9%	32.2%
负债及权益合计	2972	3526	4327	5391	归母净利润增长率	28.0%	20.8%	26.7%	28.5%
					盈利能力				
					毛利率	76.7%	76.4%	75.1%	74.2%
					净利率	45.7%	43.6%	41.1%	39.7%
					ROE	25.0%	24.3%	24.8%	25.5%
					偿债能力				
					资产负债率	14.7%	10.6%	9.2%	8.0%
					流动比率	6.28	9.49	9.61	10.33
					速动比率	5.93	8.91	8.85	9.36
					营运能力				
					资产周转率	0.50	0.52	0.60	0.66
					应收账款周转率	8.39	9.43	9.64	9.60
					存货周转率	3.39	3.25	3.38	3.34
					每股资料(元)				
					每股收益	0.65	0.79	1.00	1.28
					每股经营现金	0.74	0.63	1.04	1.39
					每股净资产	2.61	3.25	4.03	5.03
					估值比率(倍)				
					PE	76.8	63.6	50.2	39.0
					PB	19.2	15.4	12.4	10.0

现金流量表

单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	555	670	849	1092
折旧和摊销	39	34	79	146
资产减值准备	5	0	0	0
资产处置损失	-0	0	0	0
公允价值变动损失	-10	-20	-15	-16
财务费用	2	-4	4	4
投资损失	-71	-30	-35	-38
少数股东损益	37	70	113	179
营运资金的变动	7	-187	-113	-186
经营活动产生现金流量	630	535	882	1181
投资活动产生现金流量	-101	-174	-588	-624
融资活动产生现金流量	-200	-169	-192	-242
现金净变动	329	192	103	316
现金的期初余额	326	656	848	950
现金的期末余额	655	848	950	1266

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn