

光威复材

300699

审慎增持 (维持)

**毛利率提升期间费率改善
股权激励释放经营活力**

2022年08月16日

市场数据

市场数据日期	2022-08-15
收盘价(元)	74.95
总股本(百万股)	518.35
流通股本(百万股)	508.35
总市值(百万元)	38850.33
流通市值(百万元)	38204.15
净资产(百万元)	4407.85
总资产(百万元)	5710.18
每股净资产(元)	8.5

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2607	3188	3958	4835
同比增长	23.2%	22.3%	24.2%	22.2%
归母净利润(百万元)	758	951	1186	1483
同比增长	18.2%	25.4%	24.7%	25.0%
毛利率	44.4%	46.0%	45.2%	45.3%
净利率	29.0%	29.8%	29.9%	30.6%
净资产收益率	18.3%	19.7%	20.9%	22.0%
每股收益(元)	1.46	1.83	2.29	2.86
每股经营现金流(元)	2.31	1.92	2.56	3.03

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《光威复材 2021 年报点评: 碳纤维及织物稳健增长, 大客户合同持续提升》2022-04-12

《光威复材点评: 大客户合同持续提升, 原丝线重建通过验证》2021-12-10

《光威复材 2021 年三季报点评: 营收净利持续增长, 期间费率显著改善》2022-10-27

投资要点

- 公司发布 2022 年半年报: 营收 13.14 亿元, 同比增长 2.42%; 归母净利润 5.06 亿元, 同比增长 16.48%; 扣非后归母净利润 4.81 亿元, 同比增长 19.69%; 基本每股收益 0.98 元/股 (业绩预告营收 13.14 亿元, 归母净利润 5.06 亿元, 扣非归母净利润 4.80 亿元)。
- 克服疫情影响, 营收利润稳步增长。分季度看, 2022Q2, 公司实现营收 7.24 亿元, 同比增长 9.90%, 环比增长 22.46%; 归母净利润 2.98 亿元, 同比增长 38.27%, 环比增长 43.65%。
- 毛利率大幅提升, 碳梁及预浸料业务利润率创新高。2022H1 公司整体毛利率为 55.06%, 同比增加 4.53pct, 其中二季度毛利率 55.22%, 同比增加 8.59pct, 环比增加 0.37pct。分板块来看, 2022H1 公司拓展纤维板块 (碳纤维及织物) 收入为 8.01 亿元, 同比增长 9.72%, 毛利率为 73.39%, 同比下降 2.22pct; 能源新材料板块 (碳梁) 收入为 3.21 亿元, 同比增长 3.03%, 毛利率为 22.54%, 同比大幅增长 11.21pct; 通用新材料板块 (预浸料) 收入 1.36 亿元, 受上年同期风电预浸料阶段性订单影响, 同比下降 31.61%, 毛利率为 35.50%, 同比增长 5.81pct; 复合材料板块收入 0.29 亿元, 同比增长 5.46%; 精密机械板块收入 0.14 亿元, 同比增长 12.38%。公司碳梁及预浸料业务毛利率均为上市以来同期最高值。
- 期间费用率持续下降。2022H1, 公司期间费用 1.33 亿元, 同比下降 14.41%, 期间费用占营收比重 10.12%, 同比减少 1.99pct; 其中, 销售费用 660.45 万元, 同比下降 51.04%, 销售费用同比大幅下滑主要系会计准则变动, 运输费用计入营业成本而非销售费用, 剔除运输费用影响后, 销售费用同比增长 13.60%; 管理费用 4602.63 万元, 同比增长 46.53%; 财务费用-4282.67 万元, 同比下降 1385.06%, 主要系汇兑损益变动影响; 2022H1, 公司研发项目增加, 研发费用 1.23 亿元, 同比增长 14.97%。
- 股权激励释放经营活力。2022H1, 公司推出《2022 年限制性股票激励计划》, 激励计划拟授予激励对象的限制性股票数量为 625.00 万股, 占公告日公司股本总额的 1.21%。本激励计划首次授予的限制性股票在授予日起满 12 个月后分四期归属, 对应考核年度 2022-2025 年, 考核目标以 2021 年为基数, 对应考核年度净利润增长目标值为 15%/40%/70%/100%, 对应净利润 8.70/10.59/12.86/15.12 亿元。
- 我们维持盈利预测, 预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 9.51/11.86/14.83 亿元, EPS 为 1.83/2.29/2.86 元/股, 对应 PE 为 40.9/32.8/26.2 倍 (2022.08.15), 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 民品需求下滑或原材料供应受限; 军品销售价格下调风险。

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn
S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn
S0190519080005

研究助理:

董昕瑞

dongxinrui@xyzq.com.cn

事件

- 公司发布 2022 年半年报: 营收 13.14 亿元, 同比增长 2.42%; 归母净利润 5.06 亿元, 同比增长 16.48%; 扣非后归母净利润 4.81 亿元, 同比增长 19.69%; 基本每股收益 0.98 元/股 (业绩预告营收 13.14 亿元, 归母净利润 5.06 亿元, 扣非归母净利润 4.80 亿元)。

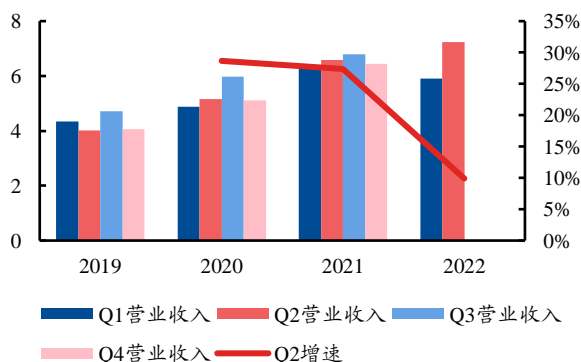
点评

- 克服疫情影响, 营收利润稳步增长

2022 年上半年, 公司努力克服疫情影响, 积极组织生产, 最大程度保证产品的及时交付, 实现营业收入 13.14 亿元, 同比增长 2.42%; 归属母公司股东的净利润 5.06 亿元, 同比增长 16.48%; 扣非后归母净利润 4.81 亿元, 同比增长 19.69%。

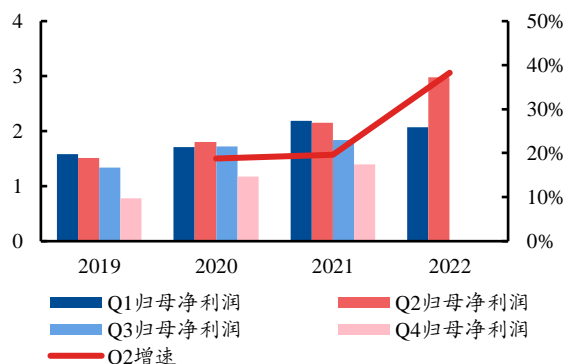
分季度看, 2022Q2, 公司实现营收 7.24 亿元, 同比增长 9.90%, 环比增长 22.46%; 归母净利润 2.98 亿元, 同比增长 38.27%, 环比增长 43.65%。

图 1、2019-2022H1 分季度营收(亿元)及 Q2 增速 (%)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 右轴为增速

图 2、2019-2022H1 分季度归母净利润(亿元)及 Q2 增速 (%)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 右轴为增速

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况(亿元)

年份	报告类型	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润 (%)
2020	Q1	55.60	4.88	23.07%	1.72	26.74%
	Q2	52.56	5.17	24.43%	1.80	28.07%
	Q3	48.97	5.98	28.29%	1.73	26.91%
	Q4	42.50	5.12	24.22%	1.17	18.28%
2021	Q1	54.63	6.25	23.97%	2.18	28.81%
	Q2	46.63	6.58	25.25%	2.16	28.43%

	Q3	42.08	6.79	26.05%	1.84	24.29%
	Q4	34.75	6.45	24.72%	1.40	18.48%
2022	Q1	54.85	5.91	-	2.08	-
	Q2	55.22	7.24	-	2.98	-

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

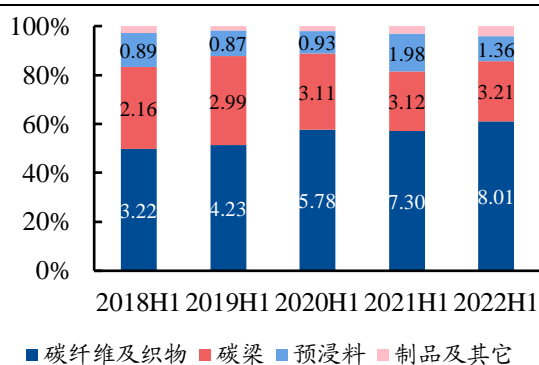
注: 所有数据为原始报表数据

● 毛利率大幅提升, 期间费用率持续下降, 碳梁及预浸料业务利润率创新高

2022H1, 公司整体毛利率为 55.06%, 同比增加 4.53pct, 其中二季度毛利率 55.22%, 同比增加 8.59pct, 环比增加 0.37pct; 考虑到会计准则变动后运输费用计入营业成本而非销售费用, 公司 2022H1 毛销差(毛利率-销售费用率)为 54.56%, 同比增加 5.08pct; 净利率为 38.25%, 同比增加 4.50pct, 其中二季度净利率 41.14%, 同比增加 8.50pct, 环比增加 6.44pct。

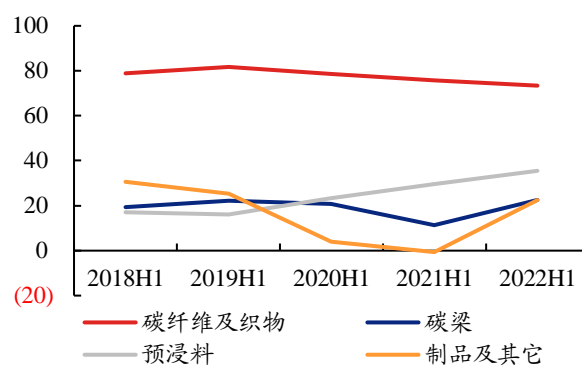
分板块来看, 公司业务主要分为拓展纤维、能源新材料、通用新材料、复合材料和精密机械五大板块。2022H1, 拓展纤维板块(碳纤维及织物)收入为 8.01 亿元, 同比增长 9.72%, 毛利率为 73.39%, 同比下降 2.22pct; 能源新材料板块(碳梁)收入为 3.21 亿元, 同比增长 3.03%, 毛利率为 22.54%, 同比大幅增长 11.21pct; 通用新材料板块(预浸料)收入 1.36 亿元, 受上年同期风电预浸料阶段性订单影响, 同比下降 31.61%, 毛利率为 35.50%, 同比增长 5.81pct; 复合材料板块收入 0.29 亿元, 同比增长 5.46%; 精密机械板块收入 0.14 亿元, 同比增长 12.38%。公司碳梁及预浸料业务毛利率均为上市以来同期最高值。

图 3、2018H1-2022H1 公司分产品收入占比(亿元)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

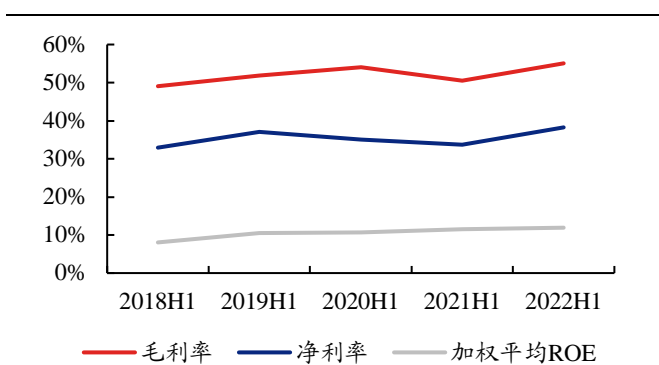
图 4、2018H1-2022H1 公司分产品毛利率(%)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

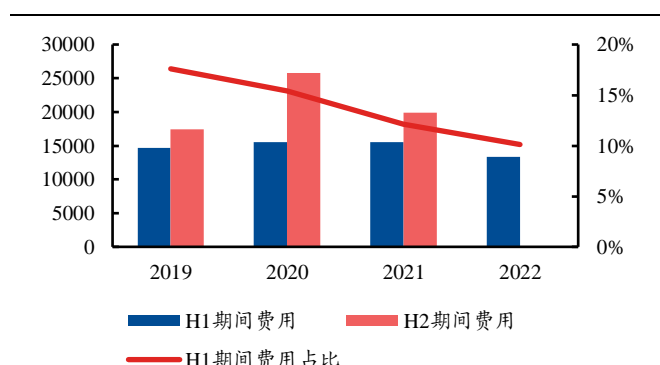
2022H1, 公司期间费用 1.33 亿元, 同比下降 14.41%, 期间费用占营收比重 10.12%, 同比减少 1.99pct; 其中, 销售费用 660.45 万元, 同比下降 51.04%, 销售费用同比大幅下滑主要系会计准则变动, 运输费用计入营业成本而非销售费用, 剔除运输费用影响后, 销售费用同比增长 13.60%; 管理费用 4602.63 万元, 同比增长 46.53%, 主要系职工薪酬、业务招待以及股份支付费用同比增幅较大; 财务费用 -4282.67 万元, 同比下降 1385.06%, 主要系汇兑损益变动影响; 2022H1, 公司研发项目增加, 研发费用 1.23 亿元, 同比增长 14.97%。

图 5、2018H1-2022H1 毛利率、净利率、ROE



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2019-2022H1 期间费用（万元）及 H1 期间费用占比 (%)



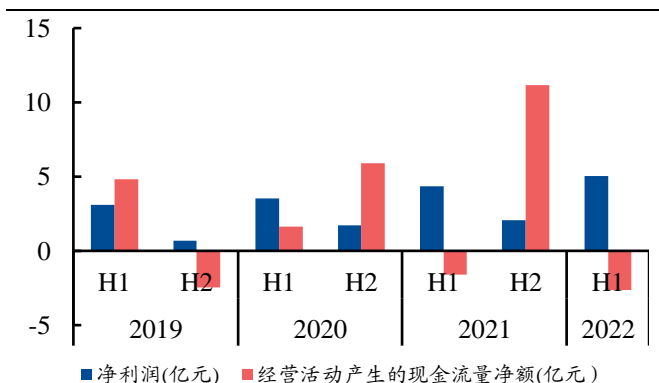
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：右轴为 H1 期间费用占比

● 经营活动现金流为负，存货同比增长

2022H1，公司经营活动产生的现金流量净额-2.62 亿元，去年同期为-1.60 亿元，同比减少 1.02 亿元，主要系购买商品支付的现金增加所致；投资活动现金流量净额-2.67 亿元，去年同期为-2.82 亿元，同比增加 0.15 亿元，主要系投资支付的现金减少所致；筹资活动现金流量净额-1.95 亿元，去年同期为-2.20 亿元，同比增加 0.26 亿元，主要是本期借款净额增加所致。

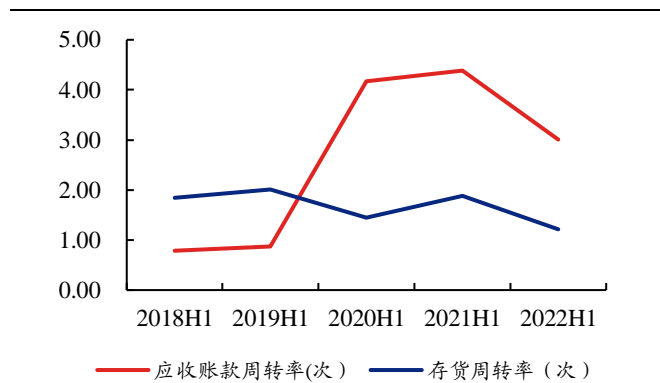
2022H1，公司应收项目合计 13.06 亿元，较期初增长 56.67%，其中应收账款 4.72 亿元，较期初增长 17.05%，应收账款周转率 3.00 次，同比减少 1.38 次。存货 5.61 亿元，较期初增长 36.27%，同比增长 43.74%，存货周转率 1.21 次，同比减少 0.66 次。

图 7、2019-2022H1 净利润（亿元）及经营活动现金流净额（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2018H1-2022H1 应收账款周转率（次）及存货周转率（次）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 公司设立复合材料业务全资子公司

公司 2022 年 5 月 20 日公告拟将开展先进复合材料业务的复合材料板块从上市公

司母公司剥离出来成立全资子公司，5月25日设立威海光威复合材料科技有限公司并取得营业执照，注册资金1亿元。

公司复合材料板块从母公司剥离出来单独成立公司，有利于 1) 促进板块的业务能力建设和人才团队建设，加快不同应用场景下先进工艺技术和产品的开发进程，为公司培育新的业务增长点；2) 提高运营效率和发挥公司全产业链布局的综合竞争优势；3) 减少因先进复合材料业务研发周期长、资金投入大等原因带来投资或经营发展效果不达预期的风险。

截至 2022 年中报，威海光威复合材料科技有限公司已纳入上市公司合并财务报表。

● 股权激励释放经营活力

2022H1，公司推出《2022 年限制性股票激励计划》，激励计划拟授予激励对象的限制性股票数量为 625.00 万股，占公告日公司股本总额的 1.21%。首次授予 138 名核心骨干限制性股票 500.00 万股，约占公告日公司股本总额的 0.96%，占本激励计划拟授予限制性股票总数的 80.00%；预留的限制性股票 125.00 万股，约占公告日公司股本总额的 0.24%，占本激励计划拟授予限制性股票总数的 20.00%。

本激励计划首次授予的限制性股票在授予日起满 12 个月后分四期归属，对应考核年度 2022-2025 年，考核目标以 2021 年为基数，对应考核年度净利润增长率触发值为 10%/35%/60%/90%，对应净利润 8.32/10.21/12.10/14.37 亿元；目标值为 15%/40%/70%/100%，对应净利润 8.70/10.59/12.86/15.12 亿元。

表 2、2022-2026 年限制性股票成本摊销预测（万元）

限制性股票摊销成本	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
9,721.61	2,727.92	3,493.37	2,025.70	1,134.68	339.96

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 盈利预测与投资建议

我们维持盈利预测，预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 9.51/11.86/14.83 亿元，EPS 为 1.83/2.29/2.86 元/股，对应 PE 为 40.9/32.8/26.2 倍（2022.08.15），维持“审慎增持”评级。

● 风险提示

民品需求下滑或原材料供应受限；军品销售价格下调风险。

表 3、光威复材分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

主要数据	21-2Q	21-3Q	21-4Q	22-1Q	22-2Q	QOQ	2021-06	2022-06	YOY
营业收入	658	679	645	591	724	9.9%	1283	1314	2.4%
营业成本	356	386	421	267	324	-9.1%	643	591	-8.1%
毛利	302	293	224	324	400	32.3%	641	724	12.9%
销售费用	4	14	-3	2	5	32.1%	6	7	13.6%
管理费用	16	21	43	20	26	60.1%	31	46	46.5%
财务费用	6	-1	7	1	-44	-809.0%	3	-43	-1385.1%
研发费用	28	44	81	66	57	102.5%	107	123	15.0%
资产减值	0	0	-1	0	0	-	0	0	-
公允价值	3	1	0	5	1	-61.0%	8	6	-27.3%
投资收益	0	0	0	0	0	-	2	0	-100.0%
营业利润	249	210	155	232	346	38.8%	488	578	18.5%
利润总额	249	208	155	232	345	38.5%	488	577	18.3%
归母净利润	216	184	140	208	298	38.3%	434	506	16.5%
EPS	0.416	0.355	0.270	0.400	0.575	38.3%	0.837	0.975	16.5%
销售费用率	0.6%	2.1%	-0.4%	0.3%	0.7%	0.1%	0.5%	0.5%	0.0%
管理费用率	2.5%	3.0%	6.7%	3.3%	3.6%	1.1%	2.4%	3.5%	1.1%
财务费用率	0.9%	-0.2%	1.1%	0.1%	-6.0%	-6.9%	0.3%	-3.3%	-3.5%
研发费用率	4.3%	6.5%	12.6%	11.2%	7.9%	3.6%	8.3%	9.4%	1.0%
所得税率	13.8%	11.7%	10.4%	11.7%	13.7%	0.0%	11.2%	12.9%	1.7%
毛利率	45.9%	43.2%	34.7%	54.9%	55.2%	9.3%	49.9%	55.1%	5.1%
净利率	32.7%	27.1%	21.7%	35.1%	41.2%	8.5%	33.8%	38.5%	4.6%

资料来源: 天软投资系统, 兴业证券经济与金融研究院整理

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	3293	4215	5461	6920	营业收入	2607	3188	3958	4835
货币资金	1949	2565	3588	4721	营业成本	1449	1721	2167	2643
交易性金融资产	0	0	0	0	税金及附加	21	31	36	44
应收票据及应收账款	436	561	667	818	销售费用	17	22	24	29
预付款项	44	54	75	102	管理费用	95	121	142	164
存货	412	481	606	739	研发费用	232	290	320	351
其他	453	553	525	540	财务费用	10	6	7	8
非流动资产	2266	2070	1873	1659	其他收益	50	59	56	57
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	2	3	2	3
固定资产	1384	1420	1321	1155	公允价值变动收益	9	12	11	11
在建工程	450	225	113	56	信用减值损失	8	8	8	8
无形资产	234	248	247	251	资产减值损失	-1	-1	-1	-1
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	2	2	2
长期待摊费用	11	17	25	32	营业利润	852	1078	1340	1675
其他	186	160	169	166	营业外收入	1	1	1	1
资产总计	5559	6284	7334	8579	营业外支出	2	3	3	3
流动负债	759	835	1034	1225	利润总额	852	1076	1338	1673
短期借款	0	0	0	0	所得税	95	127	155	194
应付票据及应付账款	616	706	900	1,093	净利润	756	949	1183	1479
其他	143	129	133	132	少数股东损益	-2	-2	-3	-4
非流动负债	535	497	510	506	归属母公司净利润	758	951	1186	1483
长期借款	0	0	0	0	EPS(元)	1.46	1.83	2.29	2.86
其他	535	497	510	506					
负债合计	1294	1333	1544	1731					
股本	518	518	518	518	主要财务比率				
资本公积	1529	1529	1529	1529	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
未分配利润	1976	2641	3448	4467	成长性				
少数股东权益	118	116	113	109	营业收入增长率	23.2%	22.3%	24.2%	22.2%
股东权益合计	4265	4952	5791	6848	营业利润增长率	16.9%	26.5%	24.3%	25.0%
负债及权益合计	5559	6284	7334	8579	归母净利润增长率	18.2%	25.4%	24.7%	25.0%
					盈利能力				
					毛利率	44.4%	46.0%	45.2%	45.3%
					净利率	29.0%	29.8%	29.9%	30.6%
					ROE	18.3%	19.7%	20.9%	22.0%
					偿债能力				
					资产负债率	23.3%	21.2%	21.0%	20.2%
					流动比率	4.34	5.05	5.28	5.65
					速动比率	3.80	4.47	4.70	5.04
					营运能力				
					资产周转率	51.1%	53.8%	58.1%	60.8%
					应收帐款周转率	760.8%	680.3%	692.3%	687.3%
					存货周转率	414.5%	384.7%	398.1%	392.4%
					每股资料(元)				
					每股收益	1.46	1.83	2.29	2.86
					每股经营现金	2.31	1.92	2.56	3.03
					每股净资产	8.00	9.33	10.95	13.00
					估值比率(倍)				
					PE	51.2	40.9	32.8	26.2
					PB	9.4	8.0	6.8	5.8

现金流量表

单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	758	951	1186	1483
折旧和摊销	145	197	218	229
资产减值准备	-7	5	7	8
资产处置损失	-2	-2	-2	-2
公允价值变动损失	-9	-12	-11	-11
财务费用	0	6	7	8
投资损失	-2	-3	-2	-3
少数股东损益	-2	-2	-3	-4
营运资金的变动	321	-131	-76	-137
经营活动产生现金流量	1196	996	1328	1570
投资活动产生现金流量	-550	-14	13	4
融资活动产生现金流量	-196	-365	-319	-441
现金净变动	440	616	1023	1133
现金的期初余额	1415	1949	2565	3588
现金的期末余额	1856	2565	3588	4721

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 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	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 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn