

证券研究报告

国防军工


**兴业证券**  
INDUSTRIAL SECURITIES

光威复材

300699

审慎增持 (维持)

利润表现优于营收，航空产品线持续扩充

2022年10月25日

## 市场数据

市场数据日期	2022-10-24
收盘价(元)	81.72
总股本(百万股)	518.35
流通股本(百万股)	509.73
总市值(百万元)	42,359.56
流通市值(百万元)	41,655.02
净资产(百万元)	4,682.50
总资产(百万元)	5,959.66
每股净资产(元)	9.03

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《光威复材 2022 中报点评: 毛利率提升期间费率改善, 股权激励释放经营活力》2022-08-16  
《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

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

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2607	2735	3397	4151
同比增长	23.2%	4.9%	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%	50.6%	50.4%	50.3%
净利率	29.0%	34.7%	34.8%	35.6%
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	1.90	2.47	2.93

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- 公司发布 2022 年三季报: 前三季度公司实现营收 19.40 亿元, 同比下降 1.14%; 归母净利润 7.50 亿元, 同比增长 21.36%; 扣非后归母净利润 7.16 亿元, 同比增长 23.70%。基本每股收益 1.45 元/股, 同比增长 21.64%; 加权平均净资产收益率 16.57%, 同比增加 0.34pct。(业绩预告归母净利润 7.50 亿元, 同比增长 21.36%; 扣非归母净利润 7.16 亿元, 同比增长 23.70%)。
- 克服不利因素影响, 利润表现优于营收。据公司发布的 2022 年前三季度业绩预告中披露, 因碳梁业务以美元结算所产生的汇兑收益为 9244 万元, 如剔除汇兑损益影响, 公司前三季度归母净利润为 6.58 亿元, 同比增长 6.41%。分季度看, 2022Q3 实现营收 6.26 亿元, 同比下降 7.87%, 环比下降 13.51%; 归母净利润 2.45 亿元, 同比增长 32.86%, 环比下降 17.90%。
- 财务费用受汇兑损益影响大幅下降, 期间费用总额同比减少。2022 年前三季度, 公司整体毛利率为 52.56%, 同比增加 4.95pct; 净利率 38.67%, 同比增加 7.17pct; 净资产收益率 16.57%, 同比增加 0.34pct。分季度看, 2022Q3 毛利率为 47.30%, 同比增加 5.23pct, 环比减少 7.92pct; 2022Q3 净利率为 39.10%, 同比增加 11.99pct, 环比减少 2.09pct。2022 年前三季度, 公司期间费用总额 1.57 亿元, 同比减少 26.77%, 期间费用占营收比重 8.08%, 同比减少 2.83 pct; 其中, 销售费用 1428.40 万元, 同比增长 69.11%; 管理费用 7953.90 万元, 同比增长 52.87%; 财务费用-9931.65 万元, 去年同期为 214.80 万元, 同比减少 1.01 亿元; 研发费用 1.62 亿元, 同比增长 7.16%。
- 经营活动产生的现金流下降, 存货周转率同比减少。2022 年前三季度, 公司经营活动产生的现金流净额-1.39 亿元, 去年同期为-0.65 亿元, 同比减少 0.74 亿元; 投资活动产生的现金流量净额-4.30 亿元, 去年同期为-4.48 亿元, 同比增加 0.18 亿元; 筹资活动产生的现金流量净额-1.96 亿元, 去年同期为-2.21 亿元, 同比增加 0.25 亿元。公司应收项目合计 13.60 亿元, 较期初增长 63.04%, 同比下降 21.12%; 其中应收账款 5.27 亿元, 较期初增长 30.60%, 同比增长 24.90%; 存货 5.93 亿元, 较期初增长 43.92%, 同比增长 49.12%; 存货周转率 1.83 次, 同比减少 1.18 次。
- 全资子公司 CCF700G 碳纤维通过装机评审, 航空产品线持续扩充。公司 CCF700G 碳纤维通过装机评审, 具备了在航空装备上实现批量应用的条件, 使公司成为现有航空装备全系列的碳纤维供应商, 预计对于公司未来经营业绩将产生积极影响。
- 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 44.5/35.7/28.6 倍 (2022.10.24), 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。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 事件

- 公司发布2022年三季报:前三季度公司实现营收19.40亿元,同比下降1.14%;归母净利润7.50亿元,同比增长21.36%;扣非后归母净利润7.16亿元,同比增长23.70%。基本每股收益1.45元/股,同比增长21.64%;加权平均净资产收益率16.57%,同比增加0.34pct。(业绩预告归母净利润7.50亿元,同比增长21.36%;扣非归母净利润7.16亿元,同比增长23.70%)

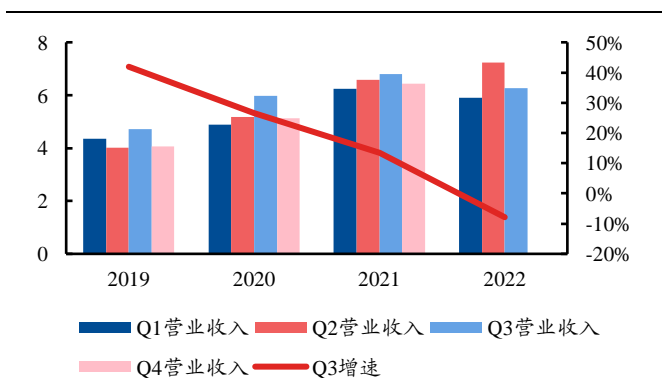
## 点评

### ● 克服不利因素影响, 利润表现优于营收

报告期内公司面临诸多不利因素的挑战,其中2021年度占到公司利润来源64.49%的量产定型碳纤维产品在2021年降价的基础上再次下调;疫情导致公司五个业务板块停产半个月,对公司经营和成长构成挑战。但由于碳纤维新产品贡献继续增大、碳梁业务因汇率波动形成汇兑收益等因素,使公司在收入规模略有下降的情况下,净利润实现了稳定增长。公司通过努力克服疫情、产品降价等不利因素影响,积极组织生产经营、业务开拓、技术研发、投资建设等工作,2022年前三季度实现营收19.40亿元,同比下降1.14%;归母净利润7.50亿元,同比增长21.36%;扣非后归母净利润7.16亿元,同比增长23.70%。据公司发布的2022年前三季度业绩预告中披露,因碳梁业务以美元结算所产生的汇兑收益为9244万元,如剔除汇兑损益影响,公司前三季度归母净利润为6.58亿元,同比增长6.41%。

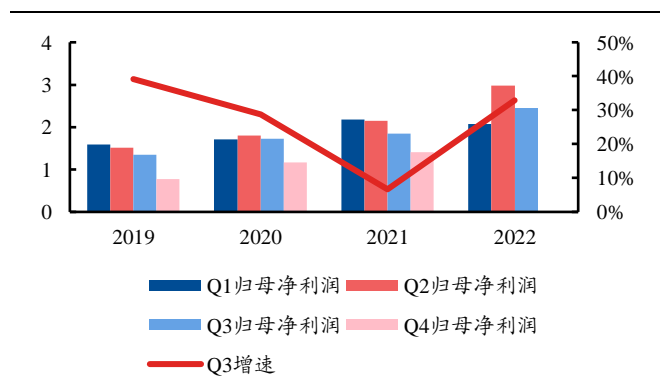
分季度看,2022Q3实现营收6.26亿元,同比下降7.87%,环比下降13.51%;归母净利润2.45亿元,同比增长32.86%,环比下降17.90%。2022Q3公司营业收入和归母净利润环比下滑主要是由涉军的定型碳纤维产品季度间的订单需求不均衡、交付下降所致,预期全年公司经营业务和业绩保持相对稳定。

图 1、2019-2022Q3 分季度营收及 Q3 增速 (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 2、2019-2022Q3 分季度归母净利润及 Q3 增速(亿元)



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

注：右轴为营收增速

注：右轴为归母净利润增速

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况 (亿元)

年份	报告期	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 (%)
2019	Q1	52.10	4.35	25.34%	1.58	30.37%
	Q2	51.68	4.02	23.42%	1.52	29.06%
	Q3	44.09	4.73	27.56%	1.34	25.69%
	Q4	44.55	4.06	23.68%	0.78	14.87%
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	-
	Q3	47.30	6.26	-	2.45	-

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

分业务来看，2022 年前三季度，公司碳纤维（含织物）业务涉军产品正常生产备货并按订单及时交付，一般工业应用产品稳定生产，部分应用验证正常推进，实现收入 10.87 亿元，同比增长 3.65%；风电碳梁业务虽受原材料价格和行业的动态变化影响，但总体表现平稳，实现收入 5.36 亿元，与上年同期持平；预浸料业务实现收入 2.29 亿元，同比下降 20.33%，扣除上年同期风电预浸料业务影响，本期预浸料业务实现同比增长 11.94%；复合材料制品业务受收入确认节奏影响，实现收入 4611.83 万元，同比下降 18.44%；机械装备业务实现收入 2467.87 万元，同比增长 14.71%；光晟科技相关项目目前多处于开发、验证阶段，尚未形成量产业务，实现开发性收入 1008.55 万元。

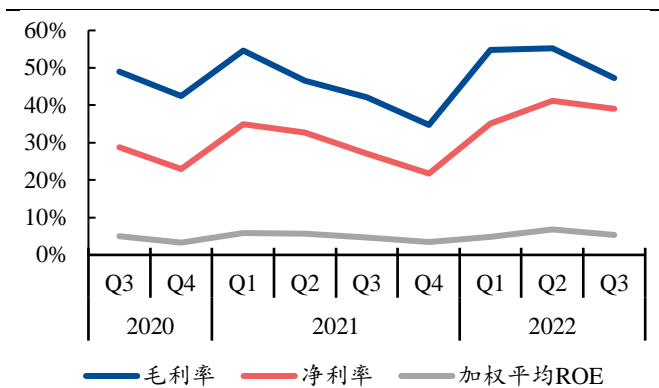
### ● 财务费用受汇兑损益影响大幅下降，期间费用总额同比减少

2022 年前三季度，公司整体毛利率为 52.56%，同比增加 4.95pct；净利率 38.67%，同比增加 7.17pct；净资产收益率 16.57%，同比增加 0.34pct。分季度看，2022Q3 毛利率为 47.30%，同比增加 5.23pct，环比减少 7.92pct；2022Q3 净利率为 39.10%，同比增加 11.99pct，环比减少 2.09pct；2022Q3 净资产收益率为 5.38%，同比增加 0.67pct，环比减少 1.42pct。

2022 年前三季度，公司期间费用总额 1.57 亿元，同比减少 26.77%，期间费用占

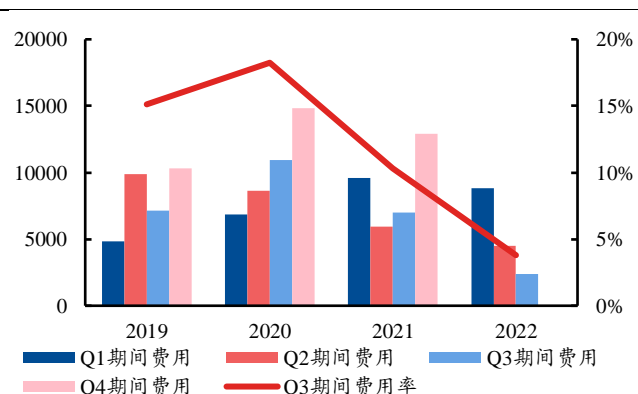
营收比重 8.08%，同比减少 2.83 pct；其中，销售费用 1428.40 万元，同比增长 69.11%，占营业收入的 0.74%，营收占比同比增加 0.31pct，主要系展宣费及股份支付费用同比增加所致；管理费用 7953.90 万元，同比增长 52.87%，占营业收入的 4.10%，营收占比同比增加 1.45pct，主要系业务招待费、职工薪酬及股份支付费用同比增加所致；财务费用-9931.65 万元，去年同期为 214.80 万元，同比减少 1.01 亿元，主要系汇率波动形成汇兑收益所致，据公司发布的 2022 年前三季度业绩预告中披露，因碳梁业务以美元结算所产生的汇兑收益为 9244 万元，因此如剔除汇兑损益影响，公司报告期内实际财务费用为-687.65 万元；研发费用 1.62 亿元，同比增长 7.16%，占营业收入的 8.36%，营收占比同比增加 0.65pct。如剔除汇兑损益影响，2022 年前三季度公司期间费用率为 12.84%，同比增加 1.94%。

图 3、2020Q3-2022Q3 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 4、2019-2022Q3 期间费用 (亿元) 及 Q3 费用占营收比重



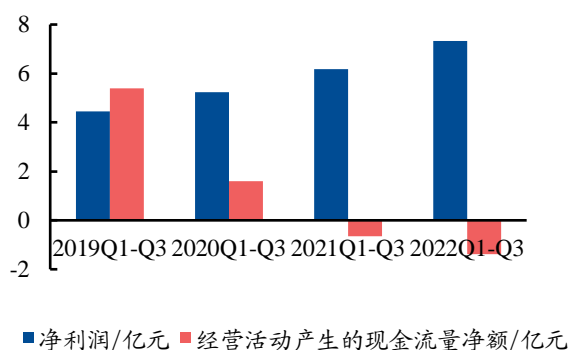
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：右轴为 Q3 期间费用占比

● 经营活动产生的现金流下降，存货周转率同比减少

2022 年前三季度，公司经营活动产生的现金流净额-1.39 亿元，去年同期为-0.65 亿元，同比减少 0.74 亿元；投资活动产生的现金流量净额-4.30 亿元，去年同期为-4.48 亿元，同比增加 0.18 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-1.96 亿元，去年同期为-2.21 亿元，同比增加 0.25 亿元。

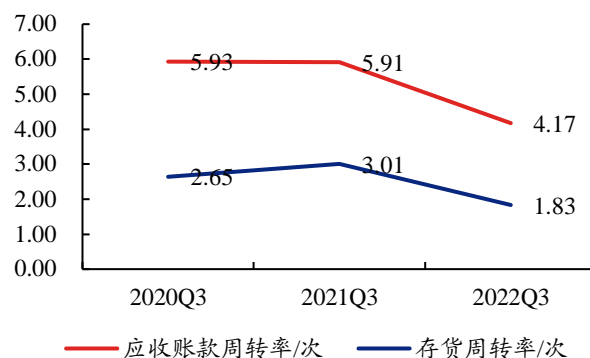
报告期内，公司应收项目合计 13.60 亿元，较期初增长 63.04%，同比下降 21.12%；其中应收账款 5.27 亿元，较期初增长 30.60%，同比增长 24.90%；应收账款周转率 4.17 次，同比减少 1.74 次。存货 5.93 亿元，较期初增长 43.92%，同比增长 49.12%；存货周转率 1.83 次，同比减少 1.18 次。

图 5、2019-2022Q1-Q3 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 6、2020Q3-2022Q3 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

2022 年前三季度,公司合同负债 3305.45 万元,较期初下降 2.67%,同比增长 20.92%,较二季度末增长 7.83%。

#### ● 全资子公司 CCF700G 碳纤维通过装机评审,航空产品线持续扩充

2022 年 8 月 26 日,公司发布公告称全资子公司威海拓展纤维有限公司(以下简称“威海拓展”)于 2006 年开始研制的 CCF700G 碳纤维(兼具 T700 级碳纤维的高强性能和 T300 级碳纤维优异表面结构性能的碳纤维新品种),基于某重点型号研制需求,自 2011 年开始先后历经多个阶段多批次的取样、性能评价、评审和验证过程,2022 年初转入装机评审阶段后,最终通过装机评审。

通过装机评审后,公司 CCF700G 碳纤维具备了在航空装备上实现批量应用的条件,使公司除了现有批量交付应用的传统定型产品以外,新增一款配套航空装备用的碳纤维定型产品,扩大了公司业务覆盖的终端客户范围,使公司成为现有航空装备全系列的碳纤维供应商;同时进一步丰富了公司的碳纤维产品线,降低了对个别产品的依赖,增强了公司抗风险能力。公司拥有现成的符合 CCF700G 工艺要求的碳纤维生产线,产能能够满足未来可预期的客户需求,公司将根据客户需要和实际订单进行安排生产和交付,预计对于公司未来经营业绩将产生积极影响。

#### ● 第二期限限制性股票激励计划扩大激励范围,提升企业发展动力

2018 年 11 月,公司首次实施限制性股票激励计划,向 19 名激励对象授予限制性股票 225.00 万股,按照授予日 2018 年 11 月 12 日测算合计需摊销费用总额为 3958.25 万元,预计 2018-2021 年限制性股票摊销成本分别为 222.48 万元、2526.56 万元、900.17 万元和 309.04 万元。

2022 年 5 月,公司在第一期股权激励计划期满后,实施第二次限制性股票激励计划,向激励对象授予第二类限制性股票 498.00 万股,不同于第一次股权激励计划

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

仅覆盖公司管理人员，第二次股权激励计划首次授予的激励对象包括公司核心骨干共计 137 人，激励范围的扩大有望持续激发公司发展动力；按照授予日 2022 年 5 月 20 日测算合计需摊销费用总额为 14857.49 万元，预计 2022-2026 年限制性股票摊销成本分别为 4436.72 万元、5532.54 万元、2988.86 万元、1495.07 万元和 404.30 万元。

按照公司第二期限限制性股票激励计划行权条件，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、光威复材两期限限制性股票激励计划预计年度摊销成本（万元）

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
第一期股权激励	222.48	2526.56	900.17	309.04	-	-	-	-	-
第二期股权激励	-	-	-	-	4436.72	5532.54	2988.86	1495.07	404.30

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 44.5/35.7/28.6 倍（2022.10.24），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	21-3Q	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	QOQ	2021-09	2022-09	YOY
营业收入	679	645	591	724	626	-7.9%	1963	1940	-1.1%
营业成本	397	409	267	324	330	-17.0%	1040	921	-11.5%
毛利	282	236	324	400	296	5.0%	923	1020	10.5%
销售费用	3	9	2	5	8	191.7%	8	14	69.1%
管理费用	21	43	20	26	34	62.5%	52	80	52.9%
财务费用	-1	7	1	-44	-56	-	2	-99	-4723.8%
研发费用	44	81	66	57	39	-11.7%	151	162	7.2%
资产减值	0	-1	0	0	-11	-	0	-11	-
公允价值	1	0	5	1	1	-28.4%	9	7	-27.5%
投资收益	0	0	0	0	0	-	2	0	-100.0%
营业利润	210	155	232	346	272	29.9%	698	851	21.9%
利润总额	208	155	232	345	269	28.9%	696	846	21.5%
归母净利润	184	140	208	298	245	32.9%	618	750	21.4%
EPS	0.355	0.270	0.400	0.575	0.472	32.9%	1.193	1.447	21.4%
销售费用率	0.4%	1.4%	0.3%	0.7%	1.2%	0.8%	0.4%	0.7%	0.3%
管理费用率	3.0%	6.7%	3.3%	3.6%	5.4%	2.3%	2.7%	4.1%	1.4%
财务费用率	-0.2%	1.1%	0.1%	-6.0%	-9.0%	-8.9%	0.1%	-5.1%	-5.2%
研发费用率	6.5%	12.6%	11.2%	7.9%	6.2%	-0.3%	7.7%	8.4%	0.6%
所得税率	11.7%	10.4%	11.7%	13.7%	14.3%	2.6%	11.4%	13.4%	2.0%
毛利率	41.5%	36.5%	54.9%	55.2%	47.3%	5.8%	47.0%	52.6%	5.5%
净利率	27.1%	21.7%	35.1%	41.2%	39.1%	12.0%	31.5%	38.7%	7.2%

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
<b>流动资产</b>	3293	4063	5261	6681	<b>营业收入</b>	2607	2735	3397	4151
货币资金	1949	2610	3637	4785	营业成本	1449	1351	1685	2063
交易性金融资产	0	0	0	0	税金及附加	21	26	31	37
应收票据及应收账款	436	482	573	702	销售费用	17	19	20	25
预付款项	44	42	58	80	管理费用	95	100	122	137
存货	412	378	471	577	研发费用	232	290	320	351
其他	453	551	522	536	财务费用	10	-48	-43	-59
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	852	1078	1340	1675
其他	186	160	169	166	营业外收入	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	5559	6132	7134	8339	营业外支出	2	3	3	3
<b>流动负债</b>	759	683	833	985	<b>利润总额</b>	852	1076	1338	1674
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	554	700	854	净利润	756	949	1183	1479
其他	143	129	133	132	少数股东损益	-2	-2	-3	-4
<b>非流动负债</b>	535	497	510	506	<b>归属母公司净利润</b>	758	951	1186	1483
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS(元)</b>	1.46	1.83	2.29	2.86
其他	535	497	510	506					
<b>负债合计</b>	1294	1181	1343	1491					
股本	518	518	518	518	<b>主要财务比率</b>				
资本公积	1529	1529	1529	1529	<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
未分配利润	1976	2641	3448	4467	<b>成长性</b>				
少数股东权益	118	116	113	109	营业收入增长率	23.2%	4.9%	24.2%	22.2%
<b>股东权益合计</b>	4265	4952	5791	6848	营业利润增长率	16.9%	26.5%	24.3%	25.0%
<b>负债及权益合计</b>	5559	6132	7134	8339	归母净利润增长率	18.2%	25.4%	24.7%	25.0%
					<b>盈利能力</b>				
					毛利率	44.4%	50.6%	50.4%	50.3%
					净利率	29.0%	34.7%	34.8%	35.6%
					ROE	18.3%	19.7%	20.9%	22.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	23.3%	19.3%	18.8%	17.9%
					流动比率	4.34	5.95	6.31	6.78
					速动比率	3.80	5.39	5.75	6.19
					<b>营运能力</b>				
					资产周转率	51.1%	46.8%	51.2%	53.7%
					应收帐款周转率	760.8%	632.5%	692.5%	687.4%
					存货周转率	414.5%	341.6%	396.4%	393.2%
					<b>每股资料(元)</b>				
					每股收益	1.46	1.83	2.29	2.86
					每股经营现金	2.31	1.90	2.47	2.93
					每股净资产	8.00	9.33	10.95	13.00
					<b>估值比率(倍)</b>				
					PE	55.9	44.5	35.7	28.6
					PB	10.2	8.8	7.5	6.3

## 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	1	6	7
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	-48	-43	-59
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	-82	-71	-121
<b>经营活动产生现金流量</b>	1196	987	1282	1518
<b>投资活动产生现金流量</b>	-550	-14	13	4
<b>融资活动产生现金流量</b>	-196	-311	-269	-374
现金净变动	440	661	1027	1148
现金的期初余额	1415	1949	2610	3637
现金的期末余额	1856	2610	3637	4785

## 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](http://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