

增持 (维持)

目标价: 301.51 美元

现价: 212.07 美元

预期升幅: 42.2%

### 市场数据

日期	2023/2/10
收盘价(美元)	212.07
总股本(百万股)	135.92
总市值(亿美元)	288.25
净资产(亿美元)	8.26
总资产(亿美元)	30.84
每股净资产(美元)	6.07

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关报告

Enphase Energy 跟踪报告: 微型逆变器龙头, 腾飞正当时\_20221113

Enphase Energy 跟踪报告: 微型逆变器龙头, 乘美国户用光伏及储能东风而上\_20221006

### 海外研究

分析师:

余小丽

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

张忠业

zhangzhongye@xyzq.com.cn

SAC: S0190522070004

请注意: 张忠业并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

## ENPH.O Enphase Energy

# 利润创新高, 拟发力美国产能

2023年2月13日

### 投资要点

- **我们的观点:** Enphase Energy 2022 年利润大幅增长, 2023 年发力美国本土产能, 将受益于 IRA 补贴。公司以微型逆变器为盈利核心, 微逆市占率全球第一; 以美国本土市场为主, 欧洲等海外市场高增长; 以渠道及品牌优势构筑壁垒, 稳居美国户用光伏逆变器龙头, 持续受益于欧美户用光储机遇。我们预计公司 2023-2025 年净利润 (Non-GAAP) 分别为 8.42、11.54、14.89 亿美元, 分别同比+30.0%、+37.1%、+29.0%。我们按 PE 估值法给予公司目标价 301.51 美元, 对应 2023-2025 年 PE 各为 50.0x、36.2x、27.9x, 目标价较现价有 42.2% 涨幅; 我们维持公司“增持”评级, 建议投资者关注。
- **产品结构优化, 2022 年利润大幅增长, Q4 单季度利润创新高。**
  - **出货:** 2022 年, 公司出货微型逆变器 1,540.5 万台, 同比+47.4%; 折合 5,903 MW, 同比+63.0%; 平均单台功率 383W, 同比+10.6%。2022Q4, 公司出货微型逆变器 487.4 万台, 同比+60.6%、环比+12.2%; 折合 1,952 MW, 同比+80.4%、环比+14.2%; 平均单台功率 401W, 同比+12.3%、环比+1.8%。从产品结构来看, 高毛利的 IQ8 微型逆变器自 2021Q4 开始向北美出货、自 2022Q4 开始向荷兰和法国发货, 2022Q3 及 Q4 出货量占比各为 47%、55%; 公司 2023 年将在更多欧洲国家及澳大利亚销售 IQ8 产品, 指引 2023Q1 出货占比超 60%、2023Q3 达 90%, 产品结构优化。
  - **收入:** 2022 年, 公司收入 23.31 亿美元, 同比+68.7%; 其中 Q4 收入 7.25 亿美元, 同比+75.6%、环比+14.2%, 主要由于逆变器销量增长。从区域结构来看, 2022 年公司收入各有 75.6%、24.4% 来自美国本土和海外; 海外收入主要来自欧洲, 包括荷兰、法国、德国、比利时、西班牙、葡萄牙和英国等; 此外有拉美、澳大利亚等业务。俄乌冲突之下欧洲加码新能源, 2022Q3 及 Q4 公司欧洲收入分别环比+70%、+21%, 推动海外收入占比在 Q3 和 Q4 分别达到 28.8% 和 28.5%。
  - **毛利:** 2022 年, 公司毛利 (Non-GAAP) 9.94 亿美元, 同比+76.9%; 毛利率 (Non-GAAP) 42.6%、同比+2.0pcts; 主要由于产品结构优化、IQ8 出货占比提升, 亦得益于公司持续加强成本管理。2022Q4, 公司毛利 (Non-GAAP) 3.17 亿美元, 同比+91.1%、环比+16.3%; 毛利率 (Non-GAAP) 43.8%、同比+3.6pcts、环比+0.8pcts。
  - **净利润:** 2022 年公司净利润 (Non-GAAP) 6.47 亿美元, 同比+90.2%; 2022Q1、Q2、Q3、Q4 分别为 1.10、1.50、1.76、2.12 亿美元, 逐季走高; 其中 Q4 同比+106.6%、环比+21.0%。
- **渠道及品牌占优, 拟大规模建设美国本土产能。**
  - **渠道及品牌占优:** Enphase 深耕美国市场多年, 积累了丰富的本土安装商及渠道经销商资源, 构筑竞争壁垒。其中, 2018 年公司成为美国头部户用光伏安装商 SunPower 的微型逆变器独家供应商, SunPower 2022Q1-3 的户用光伏装机量为 397MW, 是同期 Enphase 微逆出货量的 10%。
  - **产能扩充:** Enphase 聚焦研发及销售, 采取委外加工的轻资产模式。公司现有 3 家微型逆变器委外供应商, 2022Q4 微逆季度产能超过 500 万台; 其中 Flex 墨西哥工厂、Salcomp 印度工厂季度产能各 225 万台、150 万台, 此外 100+万台产能为欣旺达代工。公司指引 2023Q1 新增 Flex 罗马尼亚代工厂 1 条产线, Q2 开始至年末在美国新增 6 条新产线, 各产线的单季度产能均为 75 万台。上述产能满产后, 微逆季度产能 1,050 万台, 较 2022 年末翻倍。据 IRA 法案, 美国本土微逆产能将获得 11 美分/W 补贴。
- **风险提示:** 逆变器价格波动, 需求不及预期, 订单履约风险, 技术替代或泄密风险。

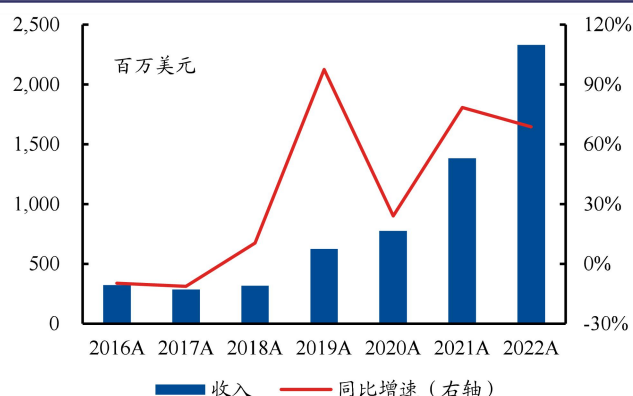
### 主要财务指标

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万美元)	2,331	3,239	4,242	5,360
同比增长	68.7%	39.0%	31.0%	26.3%
净利润(Non-GAAP)(百万美元)	647.4	841.8	1,154.4	1,489.0
同比增长	90.2%	30.0%	37.1%	29.0%
毛利率(Non-GAAP)	42.6%	42.8%	43.0%	43.2%
净利率率(Non-GAAP)	27.8%	26.0%	27.2%	27.8%
ROE(Non-GAAP)	103.1%	77.4%	66.4%	56.0%
EPS-摊薄(Non-GAAP)(美元)	4.6	6.0	8.3	10.8

来源: 公司官网及财报, 兴业证券经济与金融研究院整理及预测

## 报告附图

图 1、Enphase Energy 收入及增速



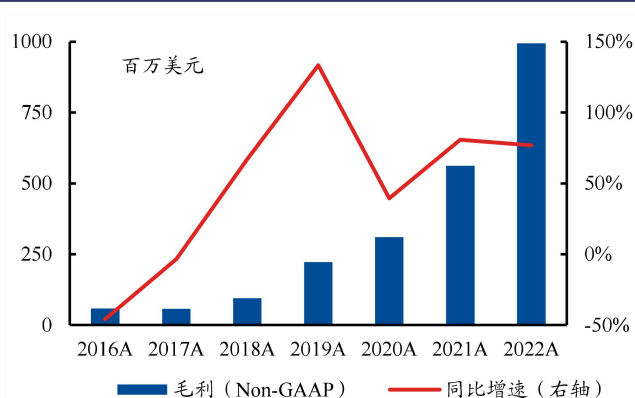
资料来源：Enphase Energy 财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、Enphase Energy 季度收入及增速



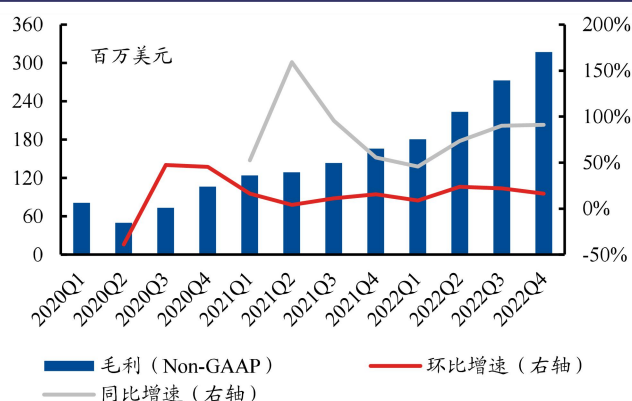
资料来源：Enphase Energy 财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、Enphase Energy 毛利 (Non-GAAP) 及增速



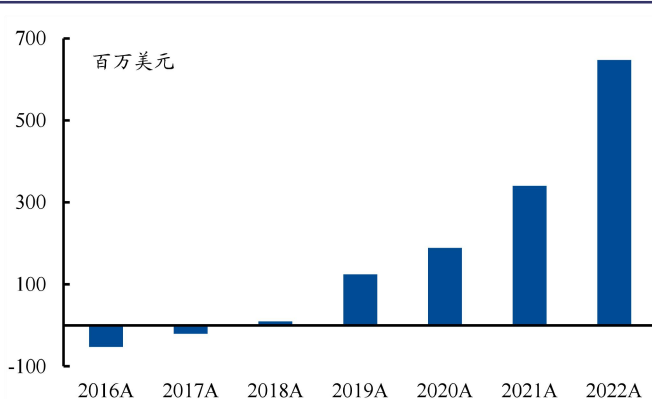
资料来源：Enphase Energy 财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、Enphase Energy 季度毛利 (Non-GAAP) 及增速



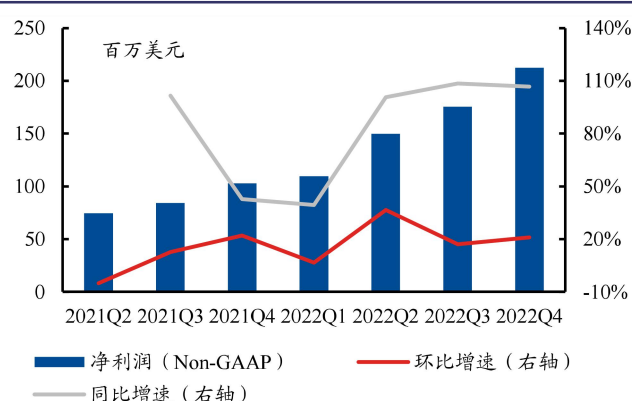
资料来源：Enphase Energy 财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、Enphase Energy 净利润 (Non-GAAP)



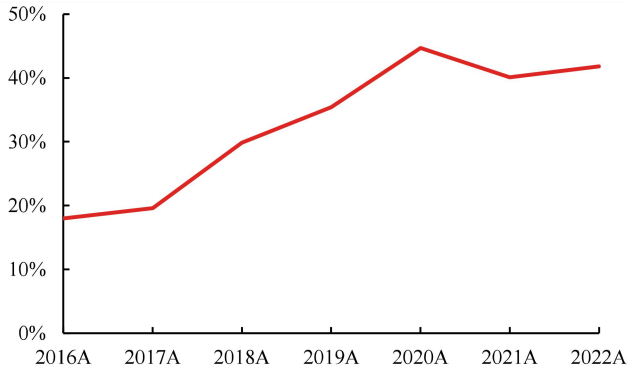
资料来源：Enphase Energy 财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、Enphase Energy 季度净利润 (Non-GAAP)



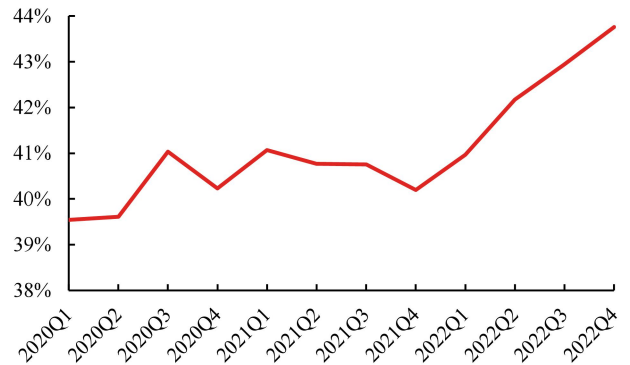
资料来源：Enphase Energy 财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、Enphase Energy 毛利率 (Non-GAAP)



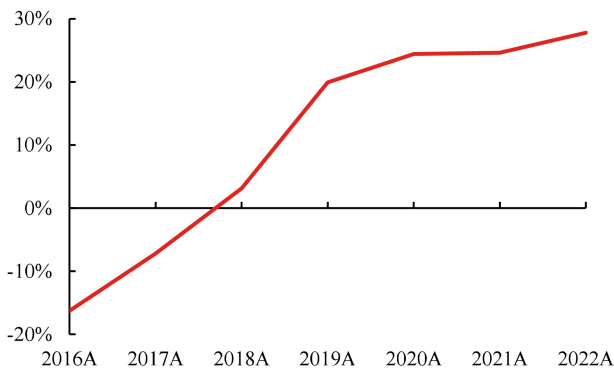
资料来源: Enphase Energy 财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、Enphase Energy 季度毛利率 (Non-GAAP)



资料来源: Enphase Energy 财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、Enphase Energy 净利润率 (Non-GAAP)



资料来源: Enphase Energy 财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、Enphase Energy 季度净利润率 (Non-GAAP)



资料来源: Enphase Energy 财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **风险提示:** 逆变器价格波动, 终端需求不及预期, 订单履约风险, 技术替代或泄密风险。

## 附表

## 资产负债表

单位:百万美元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>2,264</b>	<b>3,035</b>	<b>4,188</b>	<b>5,549</b>
现金和现金等价物	473	724	1,039	1,412
有价证券	1,140	1,595	2,234	3,127
应收账款净额	441	491	553	578
存货	150	166	226	260
预付费用和其他资产	61	58	137	171
<b>非流动资产</b>	<b>820</b>	<b>872</b>	<b>873</b>	<b>867</b>
物业及设备	111	148	141	133
经营租赁、使用权资产	21	22	24	26
无形资产	100	90	69	39
商誉	214	218	222	227
其他资产	169	186	205	225
递延所得税资产	205	209	213	217
<b>总资产</b>	<b>3,084</b>	<b>3,907</b>	<b>5,062</b>	<b>6,415</b>
<b>流动负债</b>	<b>638</b>	<b>864</b>	<b>1,147</b>	<b>1,321</b>
应付账款	125	293	389	470
应计债务	296	330	487	542
递延收入	91	92	93	93
保修义务	36	57	86	122
<b>非流动负债</b>	<b>1,620</b>	<b>1,695</b>	<b>1,787</b>	<b>1,904</b>
递延收入	282	284	287	290
保修义务	96	155	232	329
其他负债	44	44	44	49
长期借款	1,199	1,211	1,224	1,236
<b>总负债</b>	<b>2,259</b>	<b>2,559</b>	<b>2,934</b>	<b>3,225</b>
<b>股东权益</b>	<b>826</b>	<b>1,348</b>	<b>2,127</b>	<b>3,190</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>3,084</b>	<b>3,907</b>	<b>5,062</b>	<b>6,415</b>

## 现金流量表

单位:百万美元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动产生现金流量	745	808	1,019	1,336
投资活动产生现金流量	-372	-570	-718	-976
融资活动产生现金流量	-17	13	13	13
<b>现金净变动</b>	<b>356</b>	<b>251</b>	<b>314</b>	<b>374</b>
汇率影响	-2	0	0	0
现金的期初余额	119	473	724	1,039
<b>现金的期末余额</b>	<b>473</b>	<b>724</b>	<b>1,039</b>	<b>1,412</b>

## 利润表

单位:百万美元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>2,331</b>	<b>3,239</b>	<b>4,242</b>	<b>5,360</b>
销售成本	-1,356	-1,871	-2,442	-3,073
<b>毛利</b>	<b>975</b>	<b>1,368</b>	<b>1,800</b>	<b>2,286</b>
研发费用	-169	-235	-307	-388
销售费用	-215	-269	-352	-445
管理费用	-140	-195	-255	-322
营业利润	<b>448</b>	<b>670</b>	<b>886</b>	<b>1,131</b>
利息支出	-9	-32	-42	-54
其他损益	0	3	4	6
税前利润	452	660	863	1,104
所得税费用	-55	-145	-216	-298
<b>净利润</b>	<b>397</b>	<b>523</b>	<b>779</b>	<b>1,063</b>
<b>毛利 (Non-GAAP)</b>	<b>994</b>	<b>1,386</b>	<b>1,824</b>	<b>2,316</b>
<b>净利润 (Non-GAAP)</b>	<b>647</b>	<b>842</b>	<b>1,154</b>	<b>1,489</b>

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营收增长率	68.7%	39.0%	31.0%	26.3%
毛利增长率 (Non-GAAP)	76.9%	39.4%	31.6%	27.0%
净利润增长率 (Non-GAAP)	90.2%	30.0%	37.1%	29.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率 (Non-GAAP)	42.6%	42.8%	43.0%	43.2%
净利润率 (Non-GAAP)	27.8%	26.0%	27.2%	27.8%
ROA (Non-GAAP)	25.1%	24.1%	25.7%	25.9%
ROE (Non-GAAP)	103.1%	77.4%	66.4%	56.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	73.2%	65.5%	58.0%	50.3%
流动比率	3.5	3.5	3.7	4.2
速动比率	3.3	3.3	3.5	4.0
<b>运营能力(次)</b>				
资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
存货周转率	12.1	11.9	12.5	12.6
<b>每股资料(美元)</b>				
EPS-摊薄(Non-GAAP)	4.62	6.04	8.33	10.81
每股净资产	6.10	9.87	15.41	22.89
每股经营性现金流	5.50	5.91	7.38	9.58
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	45.9	35.1	25.5	19.6
PB	34.8	21.5	13.8	9.3

\*注: 若无额外标注, 表中为 GAAP 口径下数据。表中估值倍数按 2023 年 2 月 10 日收盘价计算

## 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股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;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%
		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.xyqz.com.cn](http://www.xyqz.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。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与温州名城建设投资集团有限公司、民生银行、南京银行南通分行、如皋市经济贸易开发有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、交银金融租赁有限责任公司、交银租赁管理香港有限公司、平度市城市开发集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、泰兴市中兴国有资产经营投资有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、东台市国有资产经营集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、台州市黄岩经济开发集团有限公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、嵊州市交通投资发展集团有限公司、Zhejiang Kunpeng (BVI) Company Limited、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、长沙先导投资控股集团有限公司、新昌县交通投资集团有限公司、XL (BVI) INTERNATIONAL DEVELOPMENT LIMITED、龙口市城乡建设投资发展有限公司、集友银行有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、郑州地产集团有限公司、香港象屿投资有限公司、厦门象屿集团有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、天津滨海新区建设投资集团有限公司、兆海投资(BVI)有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、晋城市国有资本投资运营有限公司、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、邵东市城市发展集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、江苏句容投资集团有限公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、山东仙境控股有限公司、蓬莱阁(烟台市蓬莱区)旅游有限责任公司、广州开发区投资集团有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、高邮市建设投资发展集团有限公司、Gaoyou Construction Investment Development (BVI) Co.,Ltd.、重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限公司、香港国际(青岛)有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、成都经开产业投资集团有限公司、临沂城市发展集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、Coastal Emerald Limited、山东高速集团有限公司、溧源国际有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、中国长城资产(国际)控股有限公司、China Great Wall International Holdings VI Limited.、南洋商业银行股份有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、珠海华发集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、中原证券股份有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、周口市城建投资发展有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、淮南市投资控股集团有限公司、丹阳投资集团有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、珠海华发实业股份有限公司、环龙控股有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、河南铁路投资有限责任公司、莱博医疗控股有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、和誉开曼有限责任公司、建发物业发展集团有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、旷世控股有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天

然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股(香港)投资有限公司、中国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、中国国际金融股份有限公司、中国国际金融(国际)有限公司、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、多想云控股有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团(国际)有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、连云港港口集团、山海(香港)国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际投资集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、宁波旷世智源工艺设计股份有限公司有投资银行业务关系。

### 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)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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
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
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深圳	香港(兴证国际)
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	传真：(852) 35095929
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk