

2023年08月25日

盛科通信 (688702.SH)

新股覆盖研究

投资要点

- ◆ 下周三（8月30日）有一家科创板上市公司“盛科通信”询价。
- ◆ **盛科通信 (688702)**：公司为国内领先的以太网交换芯片设计企业，主营业务为以太网交换芯片及配套产品的研发、设计和销售。公司2020-2022年分别实现营业收入2.64亿元/4.59亿元/7.68亿元，YOY依次为37.59%/73.91%/67.36%，三年营业收入的年复合增速58.80%；实现归母净利润-0.10亿元/-0.03亿元/-0.29亿元，YOY依次为-254.05%/63.93%/-751.18。最新报告期，2023H1公司实现营业收入6.43亿元，同比增加82.88%，归母净利润0.35亿元，同比增加202.02%。公司预计2023年1-9月归属于母公司所有者的净利润为3,800.00万元至4,200.00万元，同比增长4,756.83%至5,247.02%。

- ① **投资亮点**：1、**公司技术优势显著，是以太网商用交换芯片国产厂商龙头，中国电子、产业基金均为公司主要股东；作为实现网络基础承载技术的必备硬件之一，以太网交换芯片目前仍主要由外资厂商垄断，国产替代迫在眉睫。**公司自2005年成立起持续深耕以太网交换芯片领域，是国内最早投入以太网交换芯片研发的厂商之一，技术先发优势显著；此外，公司研发团队带头人均有在国内外以太网通信领域龙头公司的任职经验，包括SUN JIANYONG（孙剑勇）先生及ZHENG XIAOYANG（郑晓阳）先生均曾任思科高级工程师、许俊先生曾任中兴通讯研发工程师等，卓越的研发带头人带领公司保持技术领先。多年发展至今，公司成为国内商用以太网交换芯片市场中排名第一的境内厂商，2020年市场份额为1.6%（销售额口径），打破了此前国外厂商在该领域的技术垄断，其中在商用万兆及以上以太网交换芯片市场的份额达到2.3%，亦位列国产厂商第一；但目前国内商用市场仍主要由博通、美菱、瑞昱主导（合计占据97.8%的市场份额），国产替代迫在眉睫。此外，截至招股书签署日，中国电子及子公司中国振华合计持有公司32.66%的股份，产业基金持有公司22.32%的股份。2、**公司以太网交换芯片全面布局高中低端产品；同时，公司进一步延伸产品线至路由交换融合网络芯片，持续拓宽产品线广度。**公司围绕商用以太网产品线全面布局高中低端产品，其中，中端产品线TsingMa.MX、GoldenGate及TsingMa系列已实现了成熟量产；定位于新型工业网络、中小企业网络的低端产品线TsingMa.AX系列已处于转量产阶段；高端产品线Arctic系列拟于2024年推出，下游应用领域为超大规模数据中心。另外，在以太网交换芯片的技术基础上，公司拟通过募投项目“路由交换融合网络芯片研发项目”开发大容量、大表项的路由、交换合一的网络芯片，进一步延伸产品线；考虑到由于路由核心芯片的投入产出比不足，目前国内路由核心芯片厂商大部分处于陆续关闭或被收购状态、高端路由器需求无法被满足，且路由、交换合一的创新架构有望实现更好的芯片性能、优化5G/5G+的用户体验，公司该产品或有较好的发展前景。
- ② **同行业上市公司对比**：考虑到目前A股中尚无与公司主营产品一致的企业，选取产品类型与公司相近、经营模式与公司相似的芯片设计企业寒武纪、澜起科技、景嘉微、复旦微电、安路科技为盛科通信的可比上市公司。从上述可比公司来看，2022年行业平均收入规模为20.27亿元，可比PE-TTM（剔除负值、异常值/算术平均）为60.59X，销售毛利率为54.14%；相较而言，公

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	360.00
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

分析师

李蕙
 SAC执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsec.com

相关报告

- 斯菱股份-华金证券-新股-斯菱股份-新股专题覆盖报告（斯菱股份）-2023年第181期-总第378期 2023.8.25
- 热威股份-新股专题覆盖报告（热威股份）-2023年第180期-总第377期 2023.8.23
- 福赛科技-新股专题覆盖报告（福赛科技）-2023年第179期-总第376期 2023.8.22
- 中巨芯-华金证券-新股-中巨芯-新股专题覆盖报告（中巨芯）-2023年第178期-总第375期 2023.8.20
- 威尔高-华金证券-新股-威尔高-新股专题覆盖报告（威尔高）-2023年第177期-总第374期 2023.8.17



司的营收规模和销售毛利率均低于行业平均水平。

- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	263.7	458.6	767.5
同比增长(%)	37.59	73.91	67.36
营业利润(百万元)	-9.6	-3.4	-32.8
同比增长(%)	-260.65	-64.51	861.10
净利润(百万元)	-9.6	-3.5	-29.4
同比增长(%)	-254.05	63.93	-751.18
每股收益(元)	-0.03	-0.01	-0.08

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、盛科通信	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	8
(四) 募投项目投入	9
(五) 同行业上市公司指标对比	9
(六) 风险提示	10

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 全球以太网交换设备市场规模	6
图 6: 全国以太网交换设备市场规模	6
图 7: 全球以太网交换芯片市场规模情况 (以销售额计)	7
图 8: 中国商用以太网交换芯片各应用场景市场规模情况 (以销售额计)	7
图 9: 中国商用以太网交换芯片各端口速率市场规模情况 (以销售额计)	8
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	9
表 2: 同行业上市公司指标对比	9

一、盛科通信

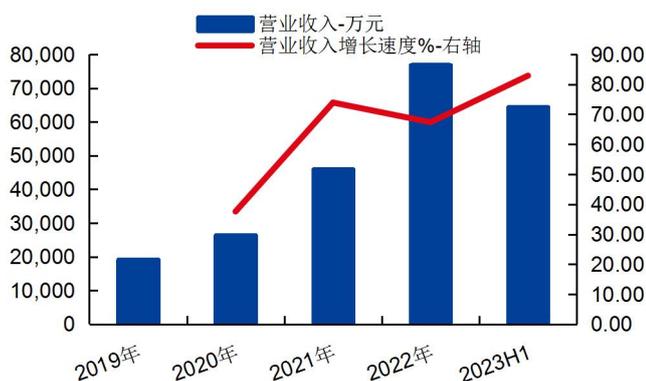
盛科通信为国内领先的以太网交换芯片设计企业，主营业务为以太网交换芯片及配套产品的研发、设计和销售。以太网交换芯片是构建企业网络、运营商网络、数据中心网络和工业网络的核心平台型芯片。经过十余年的技术积累，公司已形成丰富的以太网交换芯片产品序列，多款产品获得中国电子学会“国际先进、部分国际领先”科技成果鉴定。公司产品覆盖从接入层到核心层的以太网交换产品，为我国数字化网络建设提供了丰富的芯片解决方案。公司在国内具备先发优势和市场引领地位，打破了国际巨头长期垄断的格局，为我国数字化网络建设提供了坚实的芯片保障。根据灼识咨询数据，以 2020 年销售额口径计算，公司在中国商用以太网交换芯片市场的境内厂商中排名第一。

（一）基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 2.64 亿元/4.59 亿元/7.68 亿元，YOY 依次为 37.59%/73.91%/67.36%，三年营业收入的年复合增速 58.80%；实现归母净利润-0.10 亿元/-0.03 亿元/-0.29 亿元，YOY 依次为-254.05%/63.93%/-751.18。最新报告期，2023H1 公司实现营业收入 6.43 亿元，同比增加 82.88%，归母净利润 0.35 亿元，同比增加 202.02%。

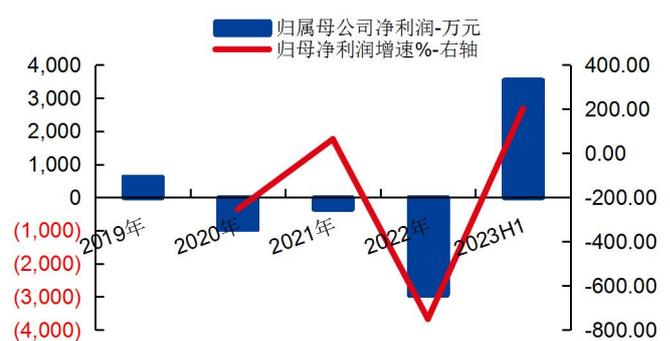
2022 年，公司主营业务收入按产品类型可分为五大板块，分别为以太网交换芯片(4.93 亿元，64.22%)、以太网交换芯片模组(1.48 亿元，19.29%)、以太网交换机(1.13 亿元，14.70%)、定制化解决方案(0.06 亿元，0.76%)、其他(0.08 亿元，1.03%)；报告期内，以太网交换芯片一直为收入占比最大的产品，且占主营收入比例从 2020 年的 48.27%持续上升至 2022 年的 64.22%。

图 1：公司收入规模及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



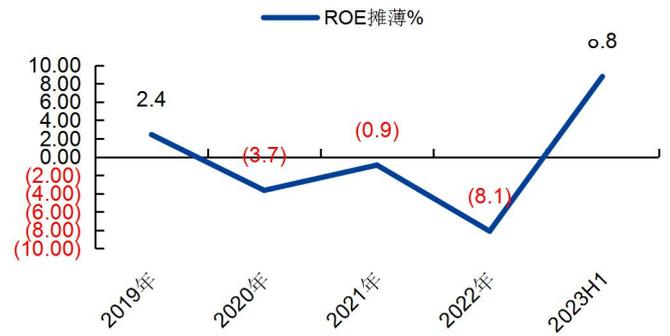
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

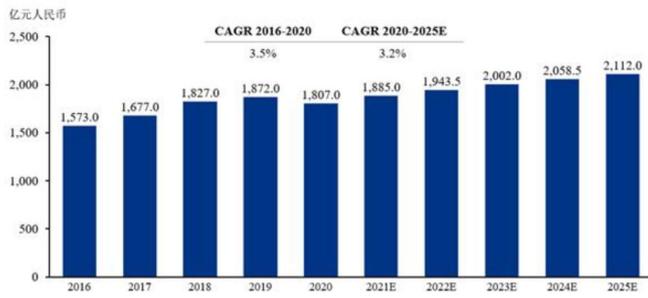
公司主要从事以太网交换芯片及配套产品的研发、设计和销售，属于以太网交换设备及以太网交换芯片行业。

1、以太网交换设备行业

以太网交换设备为用于网络信息交换的网络设备，是实现各种类型网络终端互联互通的关键设备。以太网交换设备对外提供高速网络连接端口，直接与主机或网络节点相连，可为接入设备的任意多个网络节点提供电信号通路和业务处理模型。以太网交换设备在逻辑层次上遵从 OSI 模型（开放式通信系统互联参考模型），主要工作在物理层、数据链路层、网络层和传输层。以太网交换设备拥有一条高带宽的背部总线和内部交换矩阵，在同一时刻可进行多个端口对之间的数据传输和数据报文处理。

根据 IDC、灼识咨询数据，截至 2020 年，全球以太网交换设备的市场规模为 1,807.0 亿元。2016-2020 年年均复合增长率为 3.5%，预计至 2025 年市场规模将达到 2,112.0 亿元，2020-2025 年年均复合增长率为 3.2%。中国的以太网交换设备市场仍处于快速发展阶段，市场规模与成熟市场仍然存在一定差距。根据灼识咨询数据，截至 2020 年，中国以太网交换设备的市场规模为 343.8 亿元，占全球以太网交换设备市场规模的 19.0%，2016-2020 年年均复合增长率为 9.6%。预计 2025 年市场规模将达到 574.2 亿元，2020-2025 年年均复合增长率为 10.8%，将占全球以太网交换设备市场规模的 27.2%，占比将大幅提高。

图 5：全球以太网交换设备市场规模



资料来源：IDC，灼识咨询，华金证券研究所

图 6：全国以太网交换设备市场规模



资料来源：灼识咨询，华金证券研究所

中国以太网交换机市场呈现寡头竞争格局，根据 IDC 数据，2020 年，中国交换机市场前五大品牌厂商分别为华为、新华三、锐捷网络、思科和迈普技术，其市场份额分别为 40.0%、36.2%、12.2%、5.4%和 1.5%，前五大厂商集中度达到 95.3%。

2、以太网交换芯片行业

以太网交换设备由以太网交换芯片、CPU、PHY、PCB、接口/端口子系统等组成，其中以太网交换芯片和 CPU 为最核心部件。以太网交换芯片为用于交换处理大量数据及报文转发的专用芯片，是针对网络应用优化的专用集成电路。以太网交换芯片内部的逻辑通路由数百个特性集合组成，在协同工作的同时保持极高的数据处理能力，因此其架构实现具有复杂性；CPU 是用来管理登录、协议交互的控制的通用芯片；PHY 用于处理电接口的物理层数据。部分以太网交换芯片将 CPU、PHY 集成在以太网交换芯片内部。

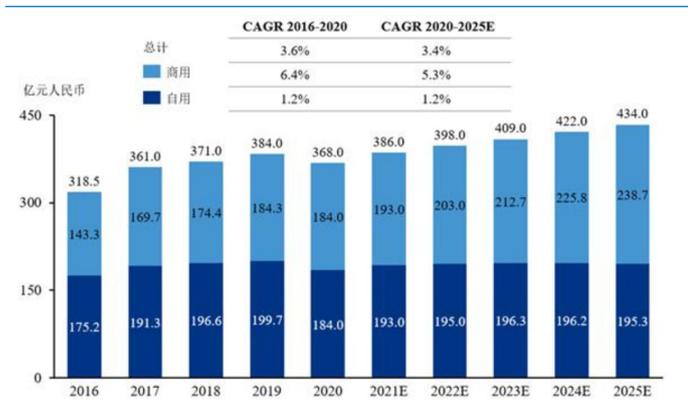
根据灼识咨询数据，以销售额计，全球以太网交换芯片总体市场规模 2016 年为 318.5 亿元，2020 年达到 368.0 亿元，2016-2020 年年均复合增长率为 3.6%，预计至 2025 年全球以太网交换芯片市场规模将达到 434.0 亿元，2020-2025 年年均复合增长率为 3.4%。

以太网交换芯片分为商用和自用，2020 年商用和自用占比均为 50.0%。全球以太网交换芯片自用厂商以思科、华为等为主，其自研芯片主要用于自研交换机，而非用于供应予其竞争对手。此外，自用厂商亦同时外购其他厂商的商用以太网交换芯片。思科为以太网交换机行业的领军者。在思科的发展初期并没有成规模的商用以太网交换芯片供应商，因此思科通过自研以太网交换芯片的方式配合自研交换机的技术演进。在以太网交换芯片市场寡头竞争的情况下，其他网络设备商亦往往不会采用其主要竞争对手的芯片方案、依赖竞争对手的方案构建交换机，从而丧失自身核心竞争力，而倾向于选择商用以太网交换芯片厂商的芯片方案。在商用方面，随着全球以太网交换芯片市场的扩大，自用厂商已无法满足下游日益增长的需求，因此全球范围内涌现出博通、美满、瑞昱、英伟达、英特尔、盛科通信等以太网交换芯片商用厂商，部分自用厂商亦通过外购商用芯片丰富自身交换机产品线。

全球商用以太网交换芯片市场 2020-2025 年年均复合增长率为 5.3%，显著高于全球自用以太网交换芯片市场同期年均复合增长率 1.2%。云计算的快速渗透、AI 和机器学习的兴起、5G 商用、WiFi 6 等通信技术的升级和企业信息化建设深入将快速推动中国以太网交换芯片市场增长。根据灼识咨询数据，以销售额计，中国商用以太网交换芯片总体市场规模 2016 年为 54.1 亿元，

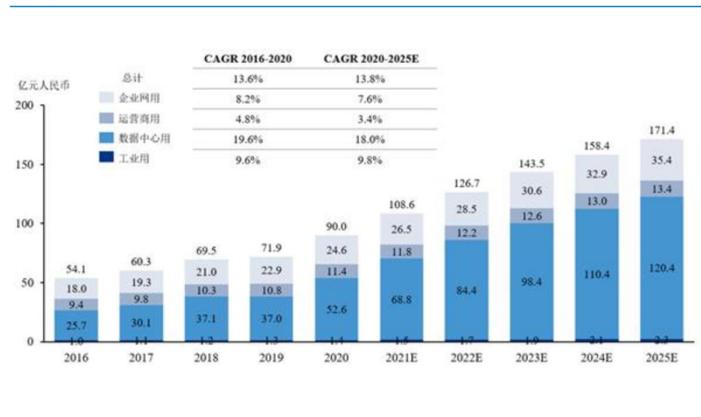
2020 年达到 90.0 亿元，2016-2020 年年均复合增长率为 13.6%，预计至 2025 年中国商用以太网交换芯片市场规模将达到 171.4 亿元，2020-2025 年年均复合增长率为 13.8%。此外，自用市场方面，2020 年自用以太网交换芯片规模为 35.0 亿元。由于商业模式不同，后文涉及的以太网交换芯片市场规模均为商用以太网交换芯片市场规模。

图 7：全球以太网交换芯片市场规模情况（以销售额计）



资料来源：灼识咨询，华金证券研究所

图 8：中国商用以太网交换芯片各应用场景市场规模情况（以销售额计）

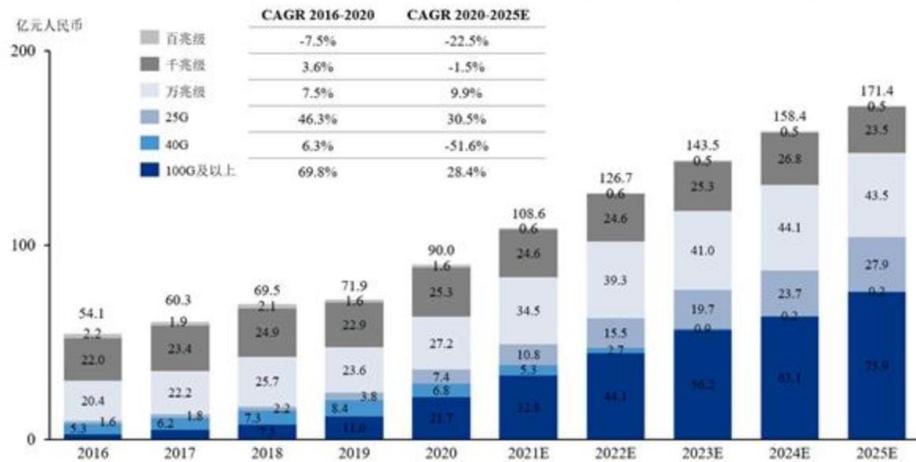


资料来源：灼识咨询，华金证券研究所

根据灼识咨询数据，2020 年中国商用以太网交换芯片市场以销售额口径统计，博通、美满和瑞昱分别以 61.7%、20.0%和 16.1%的市占率排名前三位，合计占据了 97.8%的市场份额。此外，盛科通信的销售额排名第四，占据 1.6%的市场份额，在中国商用以太网交换芯片市场的境内厂商中排名第一；中国商用万兆及以上以太网交换芯片市场方面，盛科通信的销售额排名第四，占据 2.3%的市场份额，在中国商用以太网交换芯片市场的境内厂商中排名第一。中国自用以太网交换芯片市场方面的主要参与者为华为和思科。根据灼识咨询数据，2020 年中国自研以太网交换芯片市场以销售额口径统计，华为和思科分别以 88.0%和 11.0%的市占率排名前两位，合计占据了 99.0%的市场份额。

从端口速率看，以太网交换芯片可分为百兆、千兆、万兆、25G、40G、100G 及以上不等。近年数字经济的快速发展，推动了云计算、大数据、物联网、人工智能等技术产业的快速发展和传统产业数字化的转型，均对网络带宽提出新的要求，100G 及以上的以太网交换芯片需求逐渐增多，400G 端口将成为下一代数据中心网络内部主流端口形态。根据灼识咨询数据，中国商用以太网交换芯片市场方面，2020 年，万兆级、千兆级及 100G 级以上端口速率以太网交换芯片市场规模占比最高，分别为 30.2%、28.2%和 24.1%；预计至 2025 年，100G 及以上和 25G 的中国商用以太网交换芯片市场规模将大幅增长，占比将分别达到 44.2%和 16.3%，2020-2025 年年均复合增长率将分别达到 28.4%和 30.5%。

图 9：中国商用以太网交换芯片各端口速率市场规模情况（以销售额计）



资料来源：灼识咨询，华金证券研究所

注：上图端口速率指常用端口速率

（三）公司亮点

1、公司技术优势显著，是以太网商用交换芯片国产厂商龙头，中国电子、产业基金均为公司主要股东；作为实现网络基础承载技术的必备硬件之一，以太网交换芯片目前仍主要由外资厂商垄断，国产替代迫在眉睫。公司自 2005 年成立起持续深耕以太网交换芯片领域，是国内最早投入以太网交换芯片研发的厂商之一，技术先发优势显著；此外，公司研发团队带头人均有在国内外以太网通信领域龙头公司的任职经验，包括 SUN JIANYONG(孙剑勇)先生及 ZHENG XIAOYANG(郑晓阳)先生均曾任思科高级工程师、许俊先生曾任中兴通讯研发工程师等，卓越的研发带头人带领公司保持技术领先。多年发展至今，公司成为国内商用以太网交换芯片市场中排名第一的境内厂商，2020 年市场份额为 1.6%（销售额口径），打破了此前国外厂商在该领域的技术垄断，其中在商用万兆及以上以太网交换芯片市场的份额达到 2.3%，亦位列国产厂商第一；但目前国内商用市场仍主要由博通、美菱、瑞昱主导（合计占据 97.8% 的市场份额），国产替代迫在眉睫。此外，截至招股书签署日，中国电子及子公司中国振华合计持有公司 32.66% 的股份，产业基金持有公司 22.32% 的股份。

2、公司以太网交换芯片全面布局高中低端产品；同时，公司进一步延伸产品线至路由交换融合网络芯片，持续拓宽产品线广度。公司围绕商用以太网产品线全面布局高中低端产品，其中，中端产品线 TsingMa.MX、GoldenGate 及 TsingMa 系列已实现了成熟量产；定位于新型工业网络、中小企业网络的低端产品线 TsingMa.AX 系列已处于转量产阶段；高端产品线 Arctic 系列拟于 2024 年推出，下游应用领域为超大规模数据中心。另外，在以太网交换芯片的技术基础上，公司拟通过募投项目“路由交换融合网络芯片研发项目”开发大容量、大表项的路由、交换合一的网络芯片，进一步延伸产品线；考虑到由于路由核心芯片的投入产出比不足，目前国内路由核心芯片厂商大部分处于陆续关闭或被收购状态、高端路由器需求无法被满足，且路由、交换合一的创新架构有望实现更好的芯片性能、优化 5G/5G+ 的用户体验，公司该产品或有较好的发展前景。

（四）募投资项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目及补充流动资金。

- 新一代网络交换芯片研发与量产项目：**本次募投资项目将对现有产品进行迭代升级，提升公司产品的交换容量上限。
- 路由交换融合网络芯片研发项目：**本项目旨在采用路由、交换相结合的芯片机构，研发同时具备大缓存、大表项路由能力的路由交换芯片。该项目的产品主要应用于边界路由、光网络、承载网等场景。

表 1：公司 IPO 募投资项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金 额(万元)	项目建设期
1	新一代网络交换芯片研发与量产项目	47,190.64	47,000.00	3 年
2	路由交换融合网络芯片研发项目	25,347.50	25,000.00	3 年
3	补充流动资金	28,000.00	28,000.00	-
	总计	100,538.14	100,000.00	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 7.68 亿元，同比增长 67.36%；实现归属于母公司净利润-0.29 亿元，同比下降 751.18%。公司预计 2023 年 1-9 月营业收入为 87,000.00 万元至 90,000.00 万元，同比增长 57.40%至 62.83%；归属于母公司所有者的净利润为 3,800.00 万元至 4,200.00 万元，同比增长 4,756.83%至 5,247.02%，预计扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为 2,800.00 万元至 3,200.00 万元，同比变动 244.84%至 265.53%。

公司主要产品为以太网交换芯片及配套产品，考虑到目前 A 股中尚无与公司主营产品一致的企业，选取产品类型与公司相近、经营模式与公司相似的芯片设计企业寒武纪、澜起科技、景嘉微、复旦微电、安路科技为盛科通信的可比上市公司。从上述可比公司来看，2022 年行业平均收入规模为 20.27 亿元，可比 PE-TTM（剔除负值、异常值/算术平均）为 60.59X，销售毛利率为 54.14%；相较而言，公司的营收规模和销售毛利率均低于行业平均水平。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2022 年收入 (亿元)	2022 年 收入增速	2022 年归 母净利润 (亿元)	2022 年净 利润增长 率	2022 年 销售毛利 率	2022 年 ROE 摊薄
688256.SH	寒武纪-U	626.14	-51.15	7.29	1.11%	-12.57	-52.32%	65.76%	-25.88%
688008.SH	澜起科技	565.59	80.77	36.72	43.33%	12.99	56.71%	46.44%	13.11%
300474.SZ	景嘉微	319.03	226.28	11.54	5.56%	2.89	-1.29%	65.01%	8.77%
688385.SH	复旦微电	417.07	40.41	35.39	37.31%	10.77	109.31%	64.67%	23.76%
688107.SH	安路科技	173.29	-1951.99	10.42	53.57%	0.60	293.94%	39.81%	3.73%
688702.SH	盛科通信	/	/	7.68	67.36%	-0.29	-751.18%	43.16%	-8.12%

资料来源：Wind（数据截至日期：2023 年 8 月 25 日），华金证券研究所

（六）风险提示

被列入美国《出口管制条例》“实体清单”相关风险、报告期内尚未盈利且最近一年末存在累计未弥补亏损的风险、无实际控制人风险、管理内控风险、市占率、技术水平与产品布局和行业龙头存在差距的风险、Arctic 系列产品的研发对公司经营业绩造成不利影响的风险、公司知识产权风险、核心技术人员流失风险、客户集中度较高的风险、国拨项目的取得不可持续以及拨款无法获得足额拨付的风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn