

增持 (维持)

市场数据

日期	2024/7/26
收盘价 (美元)	119.34
总股本 (百万股)	135.42
总市值 (亿美元)	161.61
净资产 (亿美元)	8.85
总资产 (亿美元)	31.67
每股净资产 (美元)	6.53

数据来源: Wind、公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

跟踪报告: 业绩触底回升可期
_20240528跟踪报告: 预计 2024Q1 为业绩底,
后续有望边际改善_20240226跟踪报告: 短期业绩承压, 竞争优势
持续_202311152023Q2 业绩点评: 美国产能如期出
货, Q3 收入指引低于预期_202308042023Q1 业绩点评: 欧洲业务增长强
劲, 指引 Q2 美国产能出货_202305102022Q4 业绩点评: 利润创新高, 拟发
力美国产能_20230213跟踪报告: 微型逆变器龙头, 腾飞正
当时_20221113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

渠道库存去化完成, 户储第二增长曲线渐显

2024 年 7 月 30 日

投资要点

- **我们的观点:** Enphase Energy 是全球微型逆变器龙头, 业绩 2024Q1 触底后边际改善, 大额股权回购彰显信心, 长期空间可期。短期来看, 公司 2024Q2 末如期完成渠道库存去化; 2024H2 公司将受益于出货量环比提升带来的收入增长, 以及美国产能出货占比提升带来的 IRA 补贴增益。长期来看, 公司以美国市场为主, 以渠道及品牌优势构筑壁垒, 龙头地位稳固; 户储有望打造第二增长曲线。我们预计公司 2024-2026 年净利润 (Non-GAAP) 分别为 3.50、5.87、7.07 亿美元, 分别同比-42.9%、+67.6%、+20.4%, 对应 2024 年 7 月 26 日收盘价的 PE 各为 46.3x、27.2x、22.3x; 我们维持公司“增持”评级, 建议投资者关注。
- **如期完成渠道库存去化, 储能电池出货大增, 业绩环比提升、符合预期, 股权回购如期进行。**
- **2024Q2 末完成去渠道库存:** 公司称其 2023Q4、2024Q1、2024Q2 分别去渠道库存 1.47、1.13、0.92 亿美元, 2024Q2 末渠道库存恢复正常。
- **出货:** 2024Q2, 由于公司继续去渠道库存, 微逆出货 140.3 万台, 同比-73.0%, 环比+1.5%; 折合 608MW, 同比-71.3%, 环比+0.8%; 平均单台功率 434W, 同比+6.3%, 环比-0.7%。同期, 公司出货 120.2MWh 储能电池, 同比+46.1%, 环比+59.2%, 略高于此前指引上限 (120MWh)。
- **收入:** 2024Q2, 公司收入 3.03 亿美元 (此前指引 2.9-3.3 亿美元), 同比-57.3%, 环比+15.2%。分区域来看, 2024Q2 公司收入各有 65%、35%来自美国本土和海外; 海外收入主要来自欧洲, 另有拉美、澳大利亚、印度等。2024Q2, 公司的美国收入同比-53%, 环比+32%, 整体受累于高利率, 且加州从 NEM 2.0 向 NEM 3.0 订单转换、逆变器业务短期表现疲弱; 同期, 公司的海外收入同比-64%, 环比-7%, 其中欧洲环比基本持平。
- **毛利:** 2024Q2, 公司毛利 (Non-GAAP) 1.43 亿美元, 同比-56.6%, 环比+17.4%; 同期, 公司美国产能出货 57.4 万台微型逆变器, 获得 1,837.9 万美元 IRA 补贴 (2024Q1 为 1,373.5 万美元), 折合 32.0 美元/台。2024Q2, 剔除 IRA 补贴的公司毛利率 (Non-GAAP) 41.0%, 同比-5.0pcts, 环比持平, 同比下降系因出货结构中储能电池占比相对提升 (毛利率低于微型逆变器); 同期, 包括 IRA 补贴的公司毛利率 (Non-GAAP) 47.1%, 同比+0.8pcts, 环比+0.9pcts, 同比及环比提升系因计提的 IRA 补贴增加。
- **净利润:** 2024Q2 公司 Non-GAAP 净利润 0.59 亿美元, 同比-71.4%, 环比+22.7%。
- **股权回购如期进行:** 公司 2023 年 7 月批准 10 亿美元股票回购计划; 其中 2024Q2 回购了约 89.2 万股普通股, 折合约 1 亿美元; 至此, 公司还有 6.481 亿美元可用于后续回购。
- **指引 2024Q3 收入环比提升, 美国产能出货带动 IRA 补贴计提增加, 户储打造第二增长曲线。**
- **2024Q3 业绩指引:** 公司预计 2024Q3 收入 3.7-4.1 亿美元, 同比-33%至-26% (系因高利率压制需求), 环比+22%至+35% (得益于渠道库存去化完成); 其中储能电池出货 160-180MWh, 将创单季度新高, 同比+86%至+109%, 环比+33%至+50%。此外, 公司指引 2024Q3 毛利率 (Non-GAAP) 47%-50% (其中 IRA 补贴增厚毛利率 8pcts), 环比略有提升; 指引 2024Q3 美国产能出货 110 万台微逆, 获得 3,000-3,300 万美元 IRA 补贴。
- **美国产能后续出货占比提升, 持续受益于 IRA 补贴:** Enphase 聚焦研发及销售, 采取委外加工的轻资产模式, 与 Flex 南卡罗来纳州、Salcomp 得克萨斯州产能合作。公司目前全球微型逆变器单季度产能 725 万台, 其中美国 500 万台, 指引后续美国产能出货占比升至 2/3。
- **加州 NEM 3.0 刺激储能电池需求, 户储打造公司第二增长曲线:** 美国加州公用事业委员会 (CPUC) 自 2023 年 4 月 15 日开始落地执行 NEM 3.0, 旨在刺激户用光伏配储, 降低公共电网压力。与 NEM 2.0 相比, NEM 3.0 户用光伏平均上网电价下降, 光伏不配储的投资回报周期拉长; 但若光伏配套储能, 户主可节省原本夜晚电价高点的用电成本, 将投资回收期缩短至 6-8 年。Enphase 称其 2024Q1 及 Q2 在加州的 NEM 3.0 订单有超 90%的户用光伏配储, 较 NEM 2.0 订单 15%的配储率大幅提升。
- **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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	2,291	1,429	2,024	2,389
同比增长	-1.7%	-37.6%	41.7%	18.0%
净利润(Non-GAAP) (百万美元)	613	350	587	707
同比增长	-5.3%	-42.9%	67.6%	20.4%
毛利率(Non-GAAP)	47.1%	48.0%	50.7%	50.9%
净利率(Non-GAAP)	26.8%	24.5%	29.0%	29.6%
ROE(Non-GAAP)	67.8%	33.4%	45.4%	41.5%
EPS-摊薄(Non-GAAP) (美元)	4.41	2.58	4.39	5.35

来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理及预测

附表

资产负债表

单位:百万美元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,444	2,681	3,139	3,736
现金和现金等价物	289	359	536	758
有价证券	1,406	1,673	1,924	2,213
应收账款净额	446	344	353	426
存货	214	160	178	185
预付费用和其他资产	89	145	148	155
非流动资产	939	950	958	966
物业及设备	168	168	172	176
经营租赁、使用权资产	20	21	22	23
无形资产	69	61	53	43
商誉	215	217	219	221
其他资产	216	220	225	229
递延所得税资产	252	262	268	273
总资产	3,383	3,631	4,097	4,702
流动负债	532	588	614	686
应付账款	116	98	104	122
应计债务	262	316	320	360
递延收入	118	130	137	139
保修义务	36	43	53	64
非流动负债	1,867	1,929	2,008	2,084
递延收入	369	388	407	415
保修义务	153	182	223	272
其他负债	51	53	58	64
长期借款	1,294	1,307	1,320	1,333
总负债	2,399	2,517	2,622	2,770
股东权益	984	1,114	1,475	1,932
负债及权益合计	3,383	3,631	4,097	4,702

现金流量表

单位:百万美元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动产生现金流量	697	401	506	602
投资活动产生现金流量	-366	-344	-342	-393
融资活动产生现金流量	-517	13	13	13
现金净变动	-186	70	176	222
汇率影响	2	0	0	0
现金的期初余额	473	289	359	536
现金的期末余额	289	359	536	758

资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理及预测

利润表

单位:百万美元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,291	1,429	2,024	2,389
销售成本	-1,232	-766	-1,013	-1,190
其中: IRA 补贴抵免	42	110	223	263
毛利	1,058	662	1,012	1,198
研发费用	-227	-206	-222	-241
销售费用	-232	-214	-235	-255
管理费用	-138	-140	-154	-168
营业利润	446	98	400	535
利息支出	-9	-9	-8	-10
其他损益	7	-7	-2	-2
税前利润	513	159	451	572
所得税费用	-74	-29	-90	-114
净利润	439	130	361	457
毛利 (Non-GAAP)	1,079	686	1,027	1,216
净利润 (Non-GAAP)	613	350	587	707

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营收增长率	-1.7%	-37.6%	41.7%	18.0%
毛利增长率 (Non-GAAP)	8.6%	-36.4%	49.6%	18.5%
净利润增长率 (Non-GAAP)	-5.3%	-42.9%	67.6%	20.4%
盈利能力				
毛利率 (Non-GAAP)	47.1%	48.0%	50.7%	50.9%
净利润率 (Non-GAAP)	26.8%	24.5%	29.0%	29.6%
ROA (Non-GAAP)	19.0%	10.0%	15.2%	16.1%
ROE (Non-GAAP)	67.8%	33.4%	45.4%	41.5%
偿债能力				
资产负债率	70.9%	69.3%	64.0%	58.9%
流动比率	4.6	4.6	5.1	5.4
速动比率	4.2	4.3	4.8	5.2
运营能力(次)				
资产周转率	0.7	0.4	0.5	0.5
存货周转率	6.8	4.1	6.0	6.6
每股资料(美元)				
EPS-摊薄(Non-GAAP)	4.41	2.58	4.39	5.35
每股净资产	7.20	8.23	11.07	14.70
每股经营性现金流	5.10	2.97	3.80	4.58
估值比率(倍)				
PE	27.1	46.3	27.2	22.3
PB	16.6	14.5	10.8	8.1

*注: 若无额外标注, 表中为 GAAP 口径下数据。表中估值倍数按 2024 年 7 月 26 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：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50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.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。

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 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、成都经开资产管理股份有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、Chouzhou International Investment Ltd、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、成都新津城市产业发展集团有限公司、珠海华发集团有限公司、华发投控 2022 年第一期有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、平安国际融资租赁有限公司、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、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、中国国新控股有限责任公司、国品资本(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、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、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、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、建发国际集团、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、重庆农村商业银行股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新钢都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、云南省能源投资集团有限公司、Yunnan Energy Investment Overseas Finance Company Limited、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、乌鲁木齐高新投资发展集团有限公司、CMS International Gemstone Limited、招商证券国际有限公司、中国光大银行、台州市城市建设投资发展集团有限公司、合肥市产业投资控股(集团)有限公司、XianJin Industry Investment Company Limited、SDOE Development I Company Limited、山东海洋集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、武汉葛化集团有限公司、杭州上城区城市建设综合开发有限公司、Zhejiang Baron BVI Co Ltd.、江苏华靖资产经营有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、上饶市城市建设投资开发集团有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、仪征市城市国有资产投资发展(集团)有限公司、广西金融投资集团有限公司、广西投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、青岛国信发展(集团)有限责任公司、常德市城市发展集团有限公司、郴州市福天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、济南天桥产业发展集团有限公司、成都东进淮州新城投资集团有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、福建漳州城投集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、大丰银行股份有限公司、升辉清洁集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设(控股)有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、苏州苏高新集团有限公司、SND International Bvi Co Ltd、广州开发区控股集团有限公司、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited、龙川海外投资有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、宁乡市水务建设投资有限公司、华通国际投资控股有限公司、青岛华通国有资本投资运营集团有限公司、四川简州空港农业投资发展集团有限公司、永州市零陵资产经营有限责任公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、金龙山实业(英属维尔京群岛)有限公司、济南章丘控股集团有限公司、Shenghai Investment Co., Limited、青岛军民融合发展集团有限公司、华信药业（香港）有限公司、泰州华信药业投资有限公司、泸州白酒产业发展投资集团有限公司、天风证券、三明市城市建设发展集团有限公司、Zhejiang Anji Construction Development Hong Kong Co Ltd、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、陕西金融资产管理股份有限公司、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、曲阜兴达投资发展有限公司、沂晟国际有限公司、临沂市城市建设投资集团有限公司、长沙蓝月谷智造产业投资有限公司、科学城（广州）投资集团有限公司、海垦国际资本（香港）有限公司、海南省农垦投资控股集团有限公司、阜宁县城发控股集团有限公司、菏泽财金投资集团有限公司、鹤山市公营资产经营有限公司、四川纳兴实业集团有限公司、水发集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、茂名港集团有限公司、江苏荃信生物医药股份有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、众创（香港）科技有限公司、海通恒信、HAITONG UT BRILLIANT LIMITED、Vertex Capital Investment Limited、五矿地产有限公司、南平武夷集团有限公司、南平武夷发展集团有限公司、洛阳国苑投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、江苏海晟控股集团有限公司、RONGHE INTERNATIONAL INDUSTRY CO.,LTD、青岛西海岸新区融合控股集团有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、威海城市投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、舟山普陀城投开发建设有限公司、海纳城投国际控股有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司香港分行、新希望集团有限公司、三明市城市建设投资集团、南安市发展投资集团有限公司、宜都市国有资产投资运营控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、济南高新控股集团有限公司、济高国际（开曼）投资发展有限公司、莆田市国有资产投资集团有限责任公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、潍坊市城区西部投资发展集团有限公司、高邮市水务产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、泰州东方中国医药城控股集团有限公司、安吉七彩灵峰乡村旅游投资有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、福建省晋江市城市建设投资开发集团有限责任公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、集友银

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

行有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、光大银行、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、都江堰市城乡建设集团有限公司、成都温江兴蓉西城城市运营集团有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、中国国际金融股份有限公司、天风国际证券集团有限公司、TFI Overseas Investment Limited、工商银行、株洲高科集团有限公司、滨州市财金投资集团有限公司、滨州财金国际有限公司、泰兴市港口集团有限公司、南阳交通控股集团有限公司、江苏叠石桥家纺产业集团有限公司、十堰城市运营集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、WUXING CITY INVESTMENT HK COMPANY LIMITED、Haitian (BVI) International Investment Development Limited、青岛国信(发展)集团有限责任公司、MINGHU INTERNATIONAL (BVI) INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LIMITED、济南历下控股集团有限公司、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、中原豫资投资控股集团有限公司、福建省晋江建控投资控股集团有限公司、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO., LTD.、武汉有机控股有限公司、Jinjiang Road and Bridge Construction & Development Co., Ltd.、重庆新双园城市建设开发有限公司、九江银行、青岛胶州湾发展集团有限公司、无锡市交通产业集团有限公司、海翼(香港)有限公司、保定市国控集团有限责任公司、泉州城建集团有限公司、Coastal Emerald Limited、山东高速集团、赣州建控投资控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、万晟国际(维尔京)有限公司、中原国际发展(BVI)有限公司、河南投资集团有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd.、中国信达(香港)控股有限公司、贵阳发展投资集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、南洋商业银行有限公司、许昌市投资集团有限公司、江苏双湖投资控股集团有限公司、四川西南发展控股集团有限公司、China Great Wall International Holdings III Ltd.、中国长城资产(国际)控股有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、南京银行、淄博市城市资产运营集团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号世界财富大厦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