

恒玄科技（688608.SH）

国内可穿戴 SOC 龙头，受益于新品起量及 AI 浪潮

公司是国内低功耗可穿戴 SOC 龙头公司，2024 年以来随着下游需求复苏、BES 2800 新品起量及智能手表/手环芯片产品增长，公司业绩实现了强劲复苏。我们认为在 AI 创新大势下，TWS、智能手表/手环、智能眼镜等终端 SOC 性能和需求将提升，公司有望受益于高端新品迭代及下游应用的拓展，首次给予“增持”投资评级。

- 恒玄科技：国内 AIOT SOC 龙头，新品量产及手表/手环芯片起量带动业绩高增长。恒玄科技成立于 2015 年，产品成功打入国内外知名品牌，在低功耗无线计算 SoC 领域处于领先地位。2024 年公司智能手表/手环芯片不断导入新客户，营收占比明显提升，2024 年营收中蓝牙音频芯片占比约 62%，智能手表/手环芯片占比约 32%。2020-2024 年公司营收从 10.61 亿元增长到 32.63 亿元，复合增速达到 32.42%，整体呈现稳健增长的态势，仅 2022 年下游需求波动导致营收有所下滑。2024 年随着下游需求复苏，公司新产品系列起量及手表/手环产品增长，公司业绩恢复高增长，2024 年归母净利润达到 4.60 亿元，同比+272.47%，2025Q1 归母净利润达到 1.91 亿元，同比+590.22%。
- AI 引领端侧创新大势，有望提升 TWS、智能手表/手环、智能眼镜 SOC 的性能及需求。全球 TWS、国内手表/手环市场需求恢复增长态势，2024 年全球 TWS 市场出货量达到 3.3 亿台，同比增长 13%，2024 年国内腕戴设备市场出货量为 6116 万台，同比增长 19.3%，我们认为 AI 有望驱动智能耳机、智能手表的新一轮创新。同时 25 年 AI 眼镜百镜大战拉开序幕，今年 Meta 小米、三星、字节等大厂有望发布 AI 眼镜。考虑到全球传统眼镜年出货量超 10 亿，未来传统眼镜用户向智能眼镜用户切换的空间较大。AI 的发展对各类终端 SOC 的性能提出更高的要求，具备强研发实力的公司有望抢占发展先机。
- 公司高端产品持续迭代，手表、眼镜等新领域迎来快速发展。2024 年公司 6nm 高端新品 BES 2800 芯片在大客户旗舰新品中量产落地，作为公司的旗舰可穿戴平台，公司将拓展其在智能手表/手环、智能眼镜、低功耗 Wi-Fi 等新市场的应用，并将持续推出 BES 2800 之后下一代迭代新品。智能手表：BES2800 可显著降低智能手表运行功耗，可支持心率、血氧等健康算法全天候运行；通过动态电源管理技术实现任务负载和电源域的灵活处理，可实现超过 20 天的续航时间。智能眼镜：基于 BES2800 的智能眼镜方案，通过全集成的音频输入输出，可实现轻量化模型的本地运行，同时低功耗双模 Wi-Fi/BT 可快速将部分在线语音 AI 需求与云端相互响应，适配市场上主流的 ISP 芯片，形成带视频和拍照功能及图像识别的多模态智能眼镜系统，可实现更长佩戴时间。
- 首次给予“增持”投资评级。我们看好在 AI 创新大势下，公司通过持续迭代高端产品、不断拓展手表/眼镜/手机等新下游带来的成长。我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 46.19/60.23/74.39 亿元，同比增速为 42%/30%/23%，归母净利润为 8.58/12.05/15.10 亿元，同比增速为 86%/41%/25%，EPS 为 7.14/10.04/12.58 元，PE 为 58.4/41.6/33.2 倍，首次给予“增持”评级。
- 风险提示：下游需求不及预期。政治环境及关税风险。行业竞争加剧风险。

增持（首次）

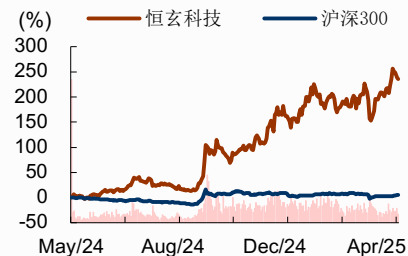
TMT 及中小盘/电子
目标估值：NA
当前股价：417.5 元

基础数据

总股本（百万股）	120
已上市流通股（百万股）	120
总市值（十亿元）	50.1
流通市值（十亿元）	50.1
每股净资产（MRQ）	55.9
ROE（TTM）	9.3
资产负债率	6.4%
主要股东	汤晓冬
主要股东持股比例	11.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	32	81	228
相对表现	26	87	222



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
王恬 S1090522090002
wangtian2@cmschina.com.cn
赵琳 研究助理
zhaolin3@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2176	3263	4619	6023	7439
同比增长	47%	50%	42%	30%	23%
营业利润(百万元)	127	461	860	1208	1515
同比增长	2%	264%	86%	41%	25%
归母净利润(百万元)	124	460	858	1205	1510
同比增长	1%	272%	86%	41%	25%
每股收益(元)	1.03	3.84	7.14	10.04	12.58
PE	405.4	108.8	58.4	41.6	33.2
PB	8.2	7.7	7.0	6.2	5.4

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 恒玄科技：国内 AIOT SOC 龙头，新品量产及手表/手环芯片起量带动业绩高增长4

二、 AI 引领端侧创新大势，公司高端产品持续迭代，手表、眼镜等新领域迎来快速发展6

三、 投资建议 9

图表目录

图 1：2024 年分业务营收占比 5

图 2：公司营业总收入及同比增速（亿元） 5

图 3：公司归母净利润及同比增速（亿元） 5

图 4：公司研发支出及占比 6

图 5：公司毛利率情况（%） 6

图 6：20Q1-24Q3 全球 TWS 耳机出货量 6

图 7：字节跳动豆包 AI 智能体耳机 Ola Friend..... 7

图 8：BES 2800 系统设计框图 8

表 1：恒玄科技发展历程 4

表 2：公司营业收入及毛利率预测..... 9

表 3：公司盈利预测 9

附：财务预测表..... 10

一、恒玄科技：国内 AIOT SOC 龙头，新品量产及手表/手环芯片起量带动业绩高增长

恒玄科技成立于 2015 年，2020 年 12 月在科创板上市，专注于超低功耗技术、智能音视频交互技术和无线通信连接技术的研发，面向未来智能可穿戴和智能家居市场，打造低功耗无线计算 SoC 芯片。公司拥有优秀的射频/模拟/电源管理、无线通信、声学/音频、图像/视觉、NPU 技术、超低功耗 SoC，完整软件协议栈和复杂操作系统的综合研发能力。产品成功打入国内外知名品牌，在低功耗无线计算 SoC 领域处于领先地位。

表 1：恒玄科技发展历程

年份	事件
2015	公司成立
2016	发布全球首款集成主动降噪功能的双模蓝牙耳机芯片
2017	推出支持双耳通话功能的新一代 TWS 蓝牙音频芯片
2018	推出全球首款采用 28nm 先进制程的低功耗智能蓝牙音频芯片 BES2300 系列，单芯片集成业界领先的全数字混合主动降噪功能
2019	推出新一代基于 28nm 的智能音频 TWS 耳机芯片 BES2300ZP，采用公司自主研发的新一代蓝牙真无线专利技术(IBRT)，大幅提升 TWS 耳机产品体验；同时，通过谷歌语音助手 BISTO 认证
2020	12 月 16 日，科创板上市，推出业界首款基于 RTOS 系统的智能音箱芯片，单芯片集成 Wi-Fi/BT 和智远场语音降噪功能，并首发阿里天猫精灵
2021	推出第一代运动手表芯片 BES2500 系列，单芯片双模蓝牙/显示/音频等功能并陆续在头部品牌客户群中实现量产出货。推出业内第一颗集成入耳检测/降噪/蓝牙功能三合一的 TWS 耳机单芯片并量产上市，进一步提升公司在 TWS 耳机小型化和高集成领域中的技术壁垒
2022	推出 12nm 工艺研发的新一代 BES2700 系列旗舰可穿戴主控芯片实现量产上市，实现高性能和超低功耗，并在头部客户陆续实现量产出货
2023	推出新一代 6nm 超低功耗旗舰智能可穿戴 SoC 芯片 BES2800 系列

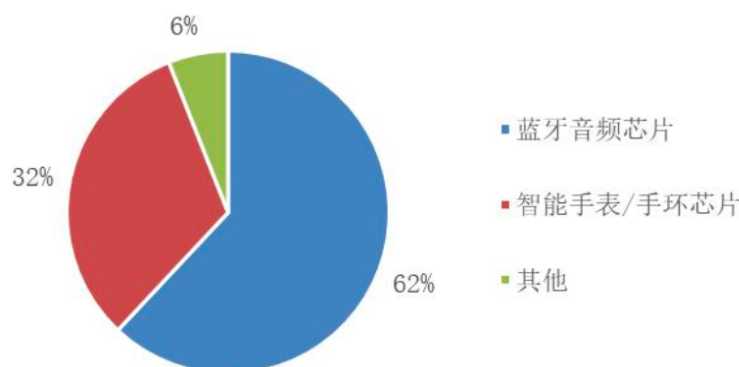
资料来源：公司官网，招商证券

公司芯片产品广泛应用于智能可穿戴和智能家居领域的各类低功耗智能终端。

在智能可穿戴市场，公司主要为 TWS 耳机、智能手表/手环、智能眼镜等产品提供主控芯片；在智能家居市场，公司主要为智能音箱、智能家电和其他各类全屋智能终端产品提供语音控制、屏显及无线连接等主控芯片。

2024 年，公司智能手表/手环芯片不断导入新客户，营收占比明显提升。2024 年智能手表/手环芯片实现营收 10.45 亿元，同比增长 116%，合计出货量超 4000 万颗，成为公司营收增长的最大动力。公司 2024 年营收中，蓝牙音频芯片占比约 62%，智能手表/手环芯片占比约 32%，营收结构更趋于多元化。

图 1：2024 年分业务营收占比



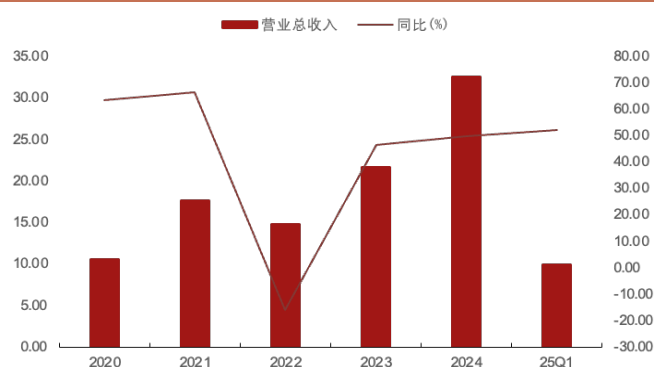
资料来源：公司年报，招商证券

公司坚持品牌战略，下游客户分布广泛，主要包括：1）三星、OPPO、小米、荣耀、vivo 等全球主流安卓手机品牌，2）哈曼、安克创新、漫步者、韶音等专业音频厂商，3）阿里、百度、字节跳动、谷歌等互联网公司，4）海尔、海信、格力等家电厂商。

2020 至今公司营收整体稳健增长，2024-25Q1 业绩增长尤为明显。

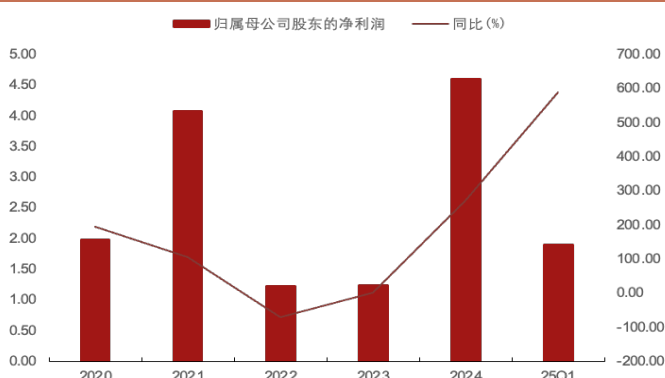
- 随着下游应用领域的发展，以及公司自身产品线及客户的拓展，2020-2024 年公司营收从 10.61 亿元增长到 32.63 亿元，复合增速达到 32.42%，整体呈现稳健增长的态势，仅 2022 年下游需求波动导致营收有所下滑。
- 为保持公司长期竞争力，公司持续加大研发投入，2020-2024 年公司研发支出分别为 1.73/2.89/4.40/5.50/6.17 亿元，营收占比为 16%/16%/30%/25%/19%。
- 公司业绩的波动幅度大于营收，2024-2025 年明显复苏。由于公司研发投入的增长，2022-2023 年归母净利润跌入底部，2024 年随着下游需求复苏、公司新产品系列起量及手表/手环产品增长，公司业绩恢复高增长，2024 年归母净利润达到 4.60 亿元，同比+272.47%，2025Q1 归母净利润达到 1.91 亿元，同比+590.22%。

图 2：公司营业总收入及同比增速（亿元）



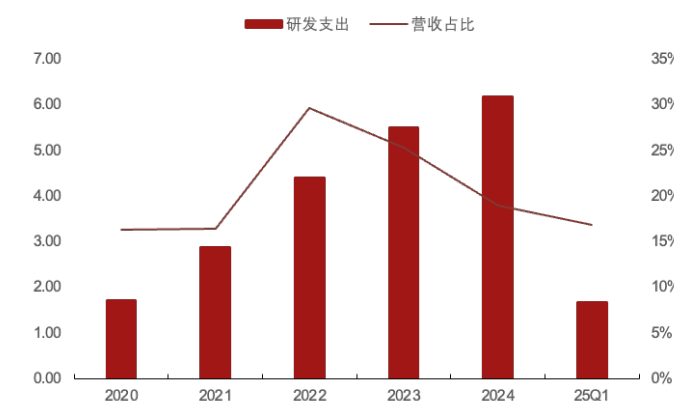
资料来源：Wind，招商证券

图 3：公司归母净利润及同比增速（亿元）



资料来源：Wind，招商证券

图 4：公司研发支出及占比



资料来源：公司公告，招商证券

图 5：公司毛利率情况 (%)



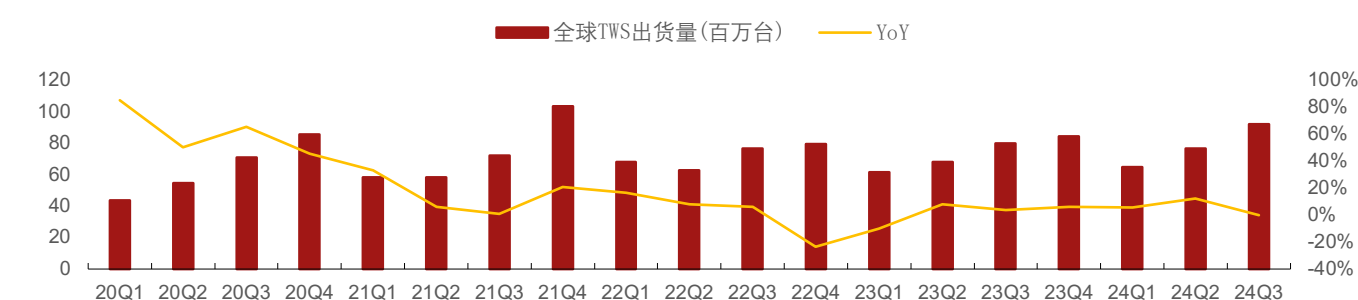
资料来源：公司公告，招商证券

二、AI 引领端侧创新大势，公司高端产品持续迭代，手表、眼镜等新领域迎来快速发展

全球 TWS、国内手表/手环市场恢复增长态势。

- TWS：根据 Canalsys 最新报告，2024 年全球 TWS 市场出货量达到 3.3 亿台，同比增长 13%，恢复了两位数增长。市场回升的主要动力来自于开放式耳机的崛起及新功能和垂直场景应用的普及。同时，传统 TWS 耳机通过 ANC 等先进功能的下放和价格下探，进一步促进了市场扩张。
- 智能手表/手环：根据 IDC 的报告数据，2024 年全球腕戴设备市场出货 1.9 亿台，其中国内腕戴设备市场出货量为 6116 万台，同比增长 19.3%。腕戴设备市场包含智能手表和手环产品。其中，智能手表市场 2024 年全球出货量 1.5 亿台，同比下降 4.5%；而国内智能手表市场出货量 4,317 万台，同比增长 18.8%。手环市场 2024 年全球出货量 3729 万台，同比增长 14.2%；中国手环市场出货量 1799 万台，同比增长 20.2%。

图 6：20Q1-24Q3 全球 TWS 耳机出货量



资料来源：Canalsys，招商证券

AI 有望驱动智能耳机、智能手表创新，关注智能眼镜等新形态终端。

- TWS、智能手表仍处于渗透率提升的阶段，我们认为 AI 有望赋能穿戴产品创新。其中耳机方面，AI 有望驱动耳机成为随身 AI 语音助手，并用于收集周身信息搭配 AI 功能使用。手表/手环方面，主流厂商纷纷公布了在其高端

手表中植入云生成式 AI 的计划，基础款产品也开始具备多样化的健康监测功能（如心率、睡眠追踪等），凭借优异的性价比推动入门级用户增长。此外，一些个性化的运动建议，心率监测预警，睡眠监测等健康类应用的精度和多样性也在不断提升。未来，随着 micro-LED 屏幕、无创血糖监测等技术的商用，智能手表有望打开新一轮增长周期。

图 7：字节跳动豆包 AI 智能体耳机 Ola Friend



资料来源：IT 之家，招商证券

➤ **25 年 AI 眼镜百镜大战拉开序幕，建议关注智能眼镜等新形态终端。**AI 智能眼镜是一款穿戴设备，兼具传统镜功能的同时，包括拍照录像、耳机、翻译等动能，并加入 AI 大模型。今年 CES 最大变化之一为 AI 眼镜关注度明显提升，10 余家初创品牌展示 AI 眼镜新品，拉开 25 年 AI 眼镜百镜大战序幕，目前各家最新一代 AI 眼镜有较好的重量控制约在 35-50g，AI 功能升级以及轻量化、小型化、定制化为未来技术迭代重要方向；今年 Meta 小米、三星、字节等大厂有望发布 AI 眼镜。AI 智能眼镜虽然目前销量较小，但考虑到全球传统眼镜年出货量超 10 亿，如消费者愿意为 AI 智能眼镜功能付费，未来传统眼镜用户向智能眼镜用户切换的空间较大。

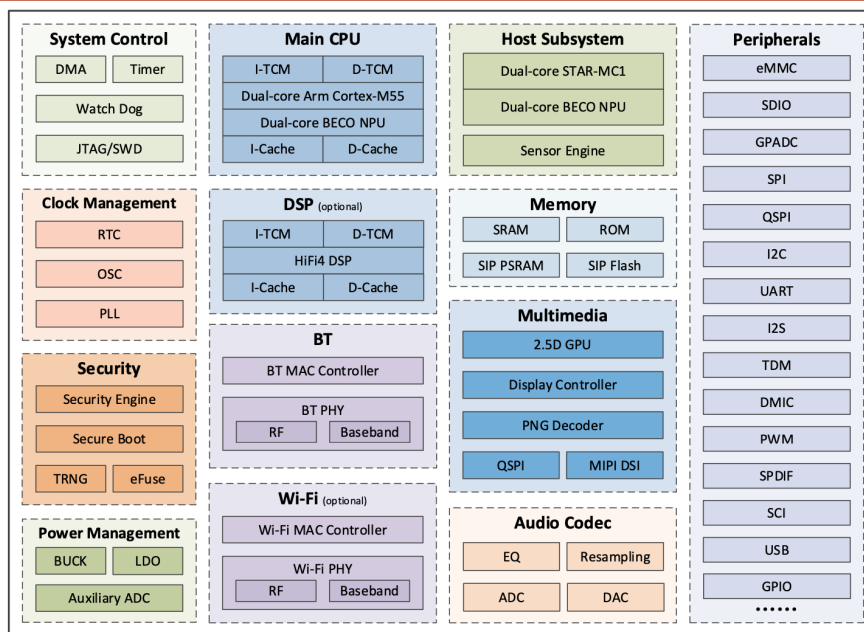
我们看好在 AI 创新大势下，公司通过持续迭代高端产品、不断拓展手表/眼镜/手机等新下游带来的成长性。

持续高水平的研发投入是公司保持核心竞争力的关键。2024 年，公司研发费用 6.17 亿元，较上年同期增加 0.67 亿元，同比增长 12.27%，2024 年末研发人员总数达到 623 人，研发人员占比 86.29%。截至目前，公司已在北京、上海、深圳、成都、武汉、西安、杭州等城市设立了研发中心，研发团队实力进一步增强。

6nm 高端新品 BES2800 芯片量产落地，可应用于多种下游，巩固公司在业内技术领先地位。2024 年公司新一代智能可穿戴芯片 BES2800 在客户旗舰耳机项目中量产落地，BES2800 采用 6nmFinFET 工艺，单芯片集成多核 CPU/GPU、NPU、大容量存储、低功耗 Wi-Fi 和双模蓝牙，在性能、功耗和技术创新等方面都大幅提升，能够为可穿戴设备，特别是 TWS 耳机、智能手表、智能眼镜、智

能助听器等产品提供强大的算力和高品质的无缝连接体验。我们认为公司凭借持续研发投入、对市场和客户的紧密理解，将持续推出 BES2800 之后的迭代产品，不断巩固市场地位。

图 8: BES 2800 系统设计框图



System Block Diagram

资料来源：公司官网，招商证券

作为公司的旗舰可穿戴平台，公司继续发挥 BES2800 系列芯片的潜力，拓展在智能眼镜、低功耗 Wi-Fi 市场的应用，加速新下游的发展。

- **智能手表：**BES2800 可显著降低智能手表运行功耗，可支持心率、血氧等健康算法全天候运行；通过动态电源管理技术实现任务负载和电源域的灵活处理，可实现超过 20 天的续航时间。公司基于自身平台开发了一套完整的智能手表软件解决方案，包括蓝牙音乐/语音通话，流畅的表盘显示技术，传感器和手机之间稳定的数据交互能力等。公司开发的手表单芯片解决方案率先支持本地音乐的多格式编解码，支持智能手表连接手机/耳机等多种通话模式，支持带独立 Modem 蜂窝通信功能的智能运动手表应用，同时支持 BLE 心率血氧等多传感器传输协议，方便系统厂商开发支持更多健康功能的智能手表。
- **智能眼镜：**基于 BES2800 的智能眼镜方案，通过全集成的音频输入输出，可实现轻量化模型的本地运行，同时低功耗双模 Wi-Fi/BT 可快速将部分在线语音 AI 需求与云端相互响应，适配市场上主流的 ISP 芯片，形成带视频和拍照功能及图像识别的多模态智能眼镜系统，可实现更长佩戴时间。

三、投资建议

考虑到 AI 创新大势下 TWS、智能手表、智能眼镜等终端有望迎来新一轮创新，对 SOC 的性能和需求进一步提升，公司作为研发实力强劲的行业龙头公司，6nm 新品 BES 2800 的成功量产进一步提升了产品竞争力，未来亦将继续推出迭代新品，公司在智能手表/手环领域的营收正在快速增长，未来在智能眼镜领域也有望成为国内头部玩家，成长逻辑清晰，我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 46.19/60.23/74.39 亿元，同比增速为 42%/30%/23%，归母净利润为 8.58/12.05/15.10 亿元，同比增速为 86%/41%/25%，EPS 为 7.14/10.04/12.58 元，PE 为 58.4/41.6/33.2 倍，首次给予“增持”评级。

表 2：公司营业收入及毛利率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	21.76	32.63	46.19	60.23	74.39
智能蓝牙音频芯片	11.69	14.97	20.73	25.61	30.23
普通蓝牙音频芯片	3.60	5.23	6.80	8.50	10.20
其他主营业务	6.47	12.44	18.66	26.12	33.96
营业收入同比增速		50.0%	41.6%	30.4%	23.5%
智能蓝牙音频芯片		28.1%	38.5%	23.5%	18.1%
普通蓝牙音频芯片		45.3%	30.0%	25.0%	20.0%
其他主营业务		92.3%	50.0%	40.0%	30.0%
毛利率	34.2%	34.7%	36.2%	36.2%	36.2%

资料来源：公司公告，招商证券预测

表 3：公司盈利预测

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2176	3263	4619	6023	7439
同比增长	47%	50%	42%	30%	23%
营业利润(百万元)	127	461	860	1208	1515
同比增长	2%	264%	86%	41%	25%
归母净利润(百万元)	124	460	858	1205	1510
同比增长	1%	272%	86%	41%	25%
每股收益(元)	1.03	3.84	7.14	10.04	12.58
PE	405.4	108.8	58.4	41.6	33.2
PB	8.2	7.7	7.0	6.2	5.4

资料来源：公司公告，招商证券预测

风险提示：

下游需求不及预期；政治环境及关税风险；行业竞争加剧风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5953	6317	7001	8072	9353
现金	2545	3816	4047	4632	5423
交易性投资	2316	1355	1355	1355	1355
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	402	375	530	692	854
其它应收款	10	11	16	20	25
存货	658	724	1002	1306	1613
其他	22	37	52	67	83
非流动资产	598	737	763	774	776
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	78	145	185	208	221
无形资产商誉	142	121	109	98	88
其他	378	471	470	468	467
资产总计	6551	7055	7764	8845	10129
流动负债	444	533	620	754	889
短期借款	0	20	0	0	0
应付账款	287	297	411	536	662
预收账款	2	21	29	38	47
其他	154	195	179	179	180
长期负债	11	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他	11	17	17	17	17
负债合计	454	550	637	771	906
股本	120	120	120	120	120
资本公积金	5156	5212	5212	5212	5212
留存收益	821	1173	1795	2743	3892
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	6097	6505	7127	8075	9223
负债及权益合计	6551	7055	7764	8845	10129

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	470	580	461	821	1141
净利润	124	460	858	1205	1510
折旧摊销	93	98	74	89	97
财务费用	(11)	(15)	(70)	(50)	(40)
投资收益	(74)	(56)	(69)	(70)	(71)
营运资金变动	338	92	(331)	(352)	(355)
其它	0	0	0	0	0
投资活动现金流	351	794	(30)	(29)	(28)
资本支出	(194)	(171)	(99)	(99)	(99)
其他投资	545	965	69	70	71
筹资活动现金流	(143)	(110)	(201)	(207)	(321)
借款变动	(190)	(138)	(36)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	10	56	0	0	0
股利分配	0	(110)	(235)	(257)	(361)
其他	37	83	70	50	40
现金净增加额	677	1264	231	585	791

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2176	3263	4619	6023	7439
营业成本	1432	2130	2946	3842	4745
营业税金及附加	7	16	37	48	60
营业费用	17	33	42	48	60
管理费用	106	113	125	151	171
研发费用	550	617	716	813	967
财务费用	(45)	(76)	(70)	(50)	(40)
资产减值损失	(80)	(33)	(33)	(33)	(33)
公允价值变动收益	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
其他收益	26	13	17	18	19
投资收益	74	56	56	56	56
营业利润	127	461	860	1208	1515
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	3	(0)	(0)	(0)	(0)
利润总额	124	462	861	1209	1516
所得税	1	1	3	4	5
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	124	460	858	1205	1510

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	47%	50%	42%	30%	23%
营业利润	2%	264%	86%	41%	25%
归母净利润	1%	272%	86%	41%	25%
获利能力					
毛利率	34.2%	34.7%	36.2%	36.2%	36.2%
净利率	5.7%	14.1%	18.6%	20.0%	20.3%
ROE	2.1%	7.3%	12.6%	15.9%	17.5%
ROIC	1.3%	6.1%	11.5%	15.2%	17.0%
偿债能力					
资产负债率	6.9%	7.8%	8.2%	8.7%	8.9%
净负债比率	0.1%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	13.4	11.8	11.3	10.7	10.5
速动比率	11.9	10.5	9.7	9.0	8.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.5	0.6	0.7	0.8
存货周转率	1.8	3.1	3.4	3.3	3.3
应收账款周转率	6.5	8.4	10.2	9.9	9.6
应付账款周转率	6.1	7.3	8.3	8.1	7.9
每股资料(元)					
EPS	1.03	3.84	7.14	10.04	12.58
每股经营净现金	3.91	4.83	3.84	6.84	9.50
每股净资产	50.79	54.18	59.37	67.26	76.83
每股股利	0.16	1.96	2.14	3.01	3.77
估值比率					
PE	405.4	108.8	58.4	41.6	33.2
PB	8.2	7.7	7.0	6.2	5.4
EV/EBITDA	443.7	117.7	56.9	39.4	31.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。