

2025 年 07 月 27 日

西立智能(920007): 光伏支架“小巨人”，大客户配套的出海高增

——北交所新股申购策略报告之一百三十五

申购策略

证券研究报告

相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com

研究支持

吕靖华 A0230124070002
lvjh@swsresearch.com

联系人

吕靖华
(8621)23297818x
lvjh@swsresearch.com

- **基本面：公司深耕光伏支架领域**，主营产品包括光伏支架主体支撑扭矩管（TTU）、光伏支架轴承组件（BHA）、光伏组件安装结构件（URA）等光伏支架核心零部件产品。**立足国际市场开拓国内市场**。公司与 NEXTracker、Optimum Tracker、Gonvarri、Industries、天合光能、安泰新能源等国内外知名光伏支架企业建立了良好的合作关系，其中，公司对第一大客户 NEXTracker 2024 年销售额占比高达 70%。**核心产品市占率稳中有进**。2023 年 BHA、TTU 和 URA 市场占有率分别达 12.84%、2.80%和 4.63%，同比分别+3.60pct、+0.33pct 和-0.12pct。**营收和盈利均快速增长**。2024 年实现营收 7.29 亿元，近 3 年 CAGR 为+29.78%；2024 年实现归母净利润为 9004.78 万元，近 3 年 CAGR 为+46.09%。
- **发行方案**：本次新股发行采用直接定价方式，战略配售及超额配售，申购日期 2025 年 7 月 29 日，申购代码“920007”。初始发行规模 1120 万股，占发行后公司总股本的 26.67%（超配行使前），预计募资 2.69 亿元，发行后公司总市值 10.08 亿元。新股发行价格 23.99 元/股，发行 PE(TTM)为 10.65 倍，可比上市公司 PE（TTM）中值为 34.52 倍。网上顶格申购需冻结资金 1276.51 万元，网下战略配售共引入战投 13 名，包括 9 家私募基金，3 家投资公司，1 家产业资本。
- **行业情况：光伏产业加速发展，新增装机规模屡创新高**。根据中国光伏行业协会预测，2024 年全球光伏新增装机预计在 390GW 至 430GW 之间；其中，我国光伏行业不断快速发展，年光伏新增装机量连续 11 年位居全球首位，累计装机量连续 9 年位居全球首位。**国内光伏支架以固定支架为主，跟踪支架市场渗透率有望提升**。据 IHS 数据预计，在 2022-2030 的光伏装机中，美国、西班牙、拉美、中东、澳洲等国家或地区，跟踪支架渗透率处于较高水平在 90%左右，印度、南非、法国等国家跟踪支架渗透率在 40-50%左右，而跟踪支架在中国大陆的渗透率则在 10-20%左右。**分支架类别测算空间，1) 跟踪支架**：2024-2027 年跟踪支架市场空间为 797 亿元、938 亿元、1,042 亿元和 1,163 亿元，2023-2027 年平均复合增速 27.4%；**2) 固定支架**：2024-2027 年全球固定支架市场空间为 1,039 亿元、1,044 亿元、1,050 亿元和 1,072 亿元，2023-2027 年平均复合增速 9.5%。**竞争格局来看，光伏支架行业市场集中度较高**。从产品的布局来看，中国光伏支架行业依然以固定支架为主，但大部分企业都开始布局于跟踪支架。而跟踪支架全球市场集中度高，目前主要以国外厂商主导，其中 NEXTracker 作为全球跟踪支架龙头，连续多年出货量第一，市占率稳定在 25%-30%左右。2023 年，全球跟踪支架出货量前十二厂商中，中国企业有 4 家，分别为中信博（第五）、天合光能（第六）、苏州聚晟太阳能科技股份有限公司（第十一）、安泰新能源（第十二），合计市占率约 19%。
- **申购分析意见：积极参与**。公司系光伏支架“小巨人”，海外大客户配套带动业绩高增，2024 年，公司对全球跟踪支架龙头 NEXTracker 销售额占比达 70%。公司核心产品市占率高，2023 年 BHA、TTU 和 URA 市场占有率分别达 12.84%、2.80%和 4.63%，有望受益于全球光伏支架市场规模增长和国内跟踪支架渗透率提升趋势。新股首发博弈面来看，首发估值低，流通盘小，无老股，建议积极参与。
- **风险因素**：1) 产业政策变动风险；2) 客户集中度较高和单一大客户依赖风险；3) 海外市场变化风险等。



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

目录

1. 光伏支架“小巨人”，大客户配套的出海高增	4
2. 发行方案：发行后可流通比例较低，顶格申购门槛较高	5
3. 行业情况：光伏支架需求增长空间巨大，国内跟踪支架渗透率有望提升	6
4. 竞争优势：工艺技术及成本控制、生产交付、质量管理、客户等优势	8
5. 主要风险：产业政策变动、客户集中度较高、海外市场变化等风险	9
6. 可比公司：体量小，毛利率处中下游	9
7. 申购分析意见：积极参与	10

图表目录

图 1：公司 2024 年主营构成（按产品类型）	4
图 2：公司 2024 年主营构成（按销售区域）	4
表 1：募投项目情况（单位：万元）	5
表 2：酉立智能重要发行要素一览	6
表 3：酉立智能可比公司收入结构	9
表 4：酉立智能可比公司财务对比	9
表 5：酉立智能可比上市公司情况	10

1. 光伏支架“小巨人”，大客户配套的出海高增

深耕光伏支架领域。公司成立于 2017 年，位于江苏省苏州市，公司主营产品包括光伏支架主体支撑扭矩管（TTU）、光伏支架轴承组件（BHA）、光伏组件安装结构件（URA）、檩条（RAIL）等光伏支架核心零部件产品，经组装后，可形成光伏电站之“骨骼”——光伏支架，包括跟踪支架及固定支架，其中跟踪支架与配套的电控设计、驱动设计共同构成光伏跟踪支架系统。

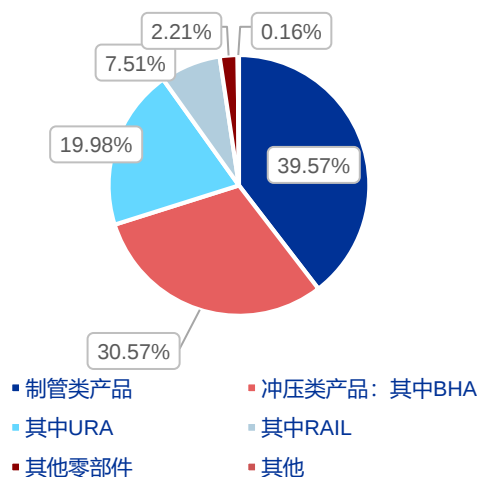
专注研发创新的光伏支架研发“小巨人”。公司是国家级专精特新“小巨人”企业、江苏省企业技术中心，江苏省专精特新中小企业，苏州市企业技术中心，苏州市数字经济示范企业。公司目前拥有 61 项专利授权，并通过了质量管理体系 ISO9001、欧盟钢结构产品 EN1090、环境管理体系 ISO14001、职业健康安全管理体系 ISO45001 的认证。

立足国际市场开拓国内市场，核心产品市占率稳中有进。公司立足于国际市场并逐步开拓国内市场，在国内外光伏支架行业，建立了较高的知名度，与 NEXTracker（NASDAQ:NXT）、Optimum Tracker、Gonvarri、Industries、天合光能、安泰新能源等国内外知名光伏支架企业建立了良好的合作关系，产品远销巴西、智利、澳大利亚、加拿大、欧洲、中东等国家和地区，**其中，公司对第一大客户 NEXTracker 2024 年销售额占比高达 70.00%。2021-2023 年，核心产品市占率稳中有进**，1) 支架轴承组件(BHA)：公司 2023 年 BHA 市占率为 12.84%，同比增加 3.60pct；2) 光伏支架主体支撑扭矩管（TTU）：公司 2023 年 TTU 市占率为 2.80%，同比增加 0.33pct；3) 光伏组件安装结构件（URA）：公司 2023 年 URA 市占率为 4.63%，同比减少 0.12pct。

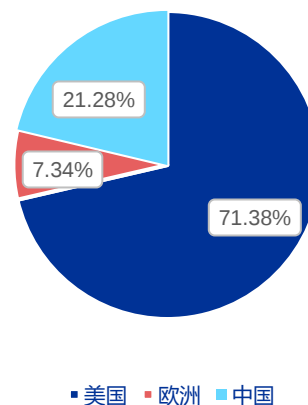
营收和盈利均快速增长。2024 年实现营收 7.29 亿元，近 3 年 CAGR 为+29.78%；2024 年实现归母净利润为 9004.78 万元，近 3 年 CAGR 为+46.09%。2024 年毛利率 18.42%，较 2023 年减少 0.07pct；净利率 12.33%，较 2023 年增加 0.44pct。

图 1：公司 2024 年主营构成（按产品类型）

图 2：公司 2024 年主营构成（按销售区域）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

募投扩产能，提高公司市场竞争力。1) 募投项目将购置先进生产设备，引进专业人才，加强人员技能培训，扩大公司现有光伏支架零部件产品生产能力，并在产品生产过程中加强质量管控，提高产品质量和生产效率。2) 募投项目将购置项目先进研发以及检测设备，引进专业技术人才，完善公司研发平台，提升研发创新能力，并且顺应行业发展趋势，促进公司可持续发展。

表 1：募投项目情况 (单位：万元)

项目名称	总投资额	拟使用募集资金投入金额	达产计划实现产能	达产期内计划实现营业收入	项目建设期
光伏支架核心零部件生产基地建设项目	19,589.55	15,132.34	年产 120 万件 TTU、180 万件 RAIL	77,040.00	3 年
研发中心建设项目	4,860.06	1,967.81		-	3 年
智能化改造及扩建项目	4,380.68	2,890.00	年产 5 万件 TTU、15 万件 URA 和 25 万件 BHA	5,900.00	1 年
补充流动资金	7,000.00	7,000.00		-	-
合计	35,830.29	26,990.15		-	-

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

2. 发行方案：发行后可流通比例较低，顶格申购门槛较高

发行方案关注要点：

(1) 本次新股发行采用直接定价，发行价格 23.99 元/股。初始发行规模 1120 万股，占发行后总股份的 26.67%。发行后预计可流通比例为 25.34%，老股占可流通比例为 0%，无老股。

(2) 13 家机构投资者参与战略配售，包括 9 家私募基金，3 家投资公司，1 家产业资本。网上顶格申购量 53.21 万股，需冻结资金 1276.51 万元，顶格门槛较高。

表 2：西立智能重要发行要素一览

基本信息	股票代码	920007.BJ	所属申万一级行业	电力设备
	股票简称	西立智能	发行代码	920007
	定价方式	直接定价	发行价格（元/股）	23.99
	募集金额（万元）	26,876	主承销商	华泰证券
	初始发行股份数量（万股）	1,120.30	占发行后总股本比例	26.67%
	战略配售比例	20.00%	超额配售比例	15.00%
日期与申购	路演日	2025/7/28	申购日	2025/7/29
限制	申购款退回日	2025/7/31	网上最高申购量（万股）	53.21
基本面信息	2024 年收入（万元）	72,884.26	2024 年净利润（万元）	9,004.78
	2024 年综合毛利率%	18.42	2024 年加权 ROE%	36.04
	2024 年收入增长率%	10.84	2024 年归母净利润增长率%	15.19
股本信息	发行前总股本（万股）	3,079.70	发行前限售股（万股）	3,079.70
	发行后预计可流通比例	25.34%	老股占可流通股本比例	0.00%
价格信息	发行 PE（TTM）（倍）	10.65	发行 PE（LYR）（倍）	11.19
	停牌前 60 天交易均价	无	停牌收盘价（元）	无

资料来源：Choice，公司公告，申万宏源研究

注：1. “发行前限售股”含限售的控股股东或实控人、高管持股、核心员工及其他；2.发行 PE（TTM）按发行后股本计算，不考虑超额配售股份数；3.发行 PE（LYR）按 2024 年归母净利计算发行后每股收益，不考虑超额配售股份数。

3. 行业情况：光伏支架需求增长空间巨大，国内跟踪支架渗透率有望提升

光伏支架行业的上游主要是大宗金属材料供应商，包括钢材、铝材、非金属材料、镀锌材料等，上游市场基本处于充分竞争状态，故以钢材和铝材为代表的大宗金属材料的价格，对光伏支架原材料成本影响较大；中游主要是光伏支架生产厂商，包括对光伏支架的研发设计和生产制造；下游主要是光伏电站的投资及运营企业。因此，公司在光伏支架行业中属于中游。

光伏产业加速发展，新增装机规模屡创新高。1) 全球：根据中国光伏行业协会预测，2024 年全球光伏新增装机预计在 390GW 至 430GW 之间。据 CPIA 数据显示，2023 年全球新增光伏装机约 390GW，同比增长 69.56%，创历史新高。除了中国、美国、欧洲等传统光伏主要市场，2023 年新增阿联酋、沙特、乌兹别克斯坦等 GW 级市场。根据中国光伏行业协会数据，2023 年全球 GW 级市场国家数量达到 32 个，“一带一路”国家数量明显增多；预计 2024 年、2025 年，全球 GW 级市场数量将分别达到 39 个和 53 个。2) 国内：我国已成为世界最大光伏应用市场。根据国家能源局数据显示，2022 年、2023 年和 2024 年中国

新增装机 87.41GW、216.88GW 和 277.57GW，持续领跑全球。我国光伏行业不断快速发展，年光伏新增装机量连续 11 年位居全球首位，累计装机量连续 9 年位居全球首位，长期处于世界领先地位。

全球光伏装机规模持续扩容下，光伏支架需求增长空间巨大。1) **全球：**根据 Wood Mackenzie 的数据，2017-2023 年全球跟踪支架出货快速增长，到 2023 年全球跟踪支架出货达 92GW，2017-2023 年 CAGR 达 36%，呈现高速发展态势。2) **国内：**2020-2023 年，我国光伏支架行业的市场规模亦跟随国内新增光伏发电装机量增长而增长。根据中商产业研究院统计数据，截止至 2022 年，我国光伏支架行业的市场规模已经增长至 190 亿元，同比增长 8.6%。随着我国不断加大光伏装机量，预计未来光伏支架的市场规模将会继续稳步提高，2023 年我国光伏支架市场规模将达 210 亿元，2024 年增至 253 亿元。

国内光伏支架以固定支架为主，跟踪支架市场渗透率有望提升。据 IHS 数据预计，在 2022-2030 的光伏装机中（包括大公用事业规模、小公用事业规模、大商业电站），美国、西班牙、拉美、中东、澳洲等国家或地区，跟踪支架渗透率处于较高水平在 90%左右，印度、南非、法国等国家跟踪支架渗透率在 40-50%左右，而跟踪支架在中国大陆的渗透率则在 10-20%左右。由于早期跟踪支架技术不够成熟，稳定性和可靠性不高，国内光伏电站投资业主倾向固定支架；在中国光伏平价化上网、精细化管理光伏电站收益需求以及国家对智能化管理要求的背景下，光伏跟踪支架将成为光伏产业在发电系统端降本增效的重要手段，未来国内跟踪支架的渗透率有望持续提升。

分支架类别测算空间，1) 跟踪支架：结合 BloombergNEF、IEA、CPIA 和 Wood Mackenzie 的相关研究测算，假设 2024-2027 年全球跟踪支架渗透率分别为 52%、56%、60%和 64%，跟踪支架的销售均价预计为 0.47 元/W、0.46 元/W、0.45 元/W 和 0.44 元/W，2024-2027 年跟踪支架市场空间为 797 亿元、938 亿元、1,042 亿元和 1,163 亿元，2023-2027 年平均复合增速 27.4%。2) **固定支架：**结合中国光伏行业协会 CPIA 预测，2024-2027 年全球固定支架市场空间为 1,039 亿元、1,044 亿元、1,050 亿元和 1,072 亿元，2023-2027 年平均复合增速 9.5%。

竞争格局：1) 国内行业集中度高，近年来快速增长。从国内光伏支架行业集中度来看，我国光伏支架行业市场集中度较高。根据智研咨询《2023 中国光伏支架产业现状及发展趋势研究报告》显示，2018-2022 年，我国 TOP20 光伏支架企业全球出货量持续上涨，尤其在近两年，增速较快。2022 年，TOP20 光伏支架企业全球出货量为 99,519MW，同比增加 73.97%，增速较 2021 年提升了 41.81 个百分点。2) **跟踪支架以国外厂商主导，NEXTracker 连续多年出货量第一。**从产品的布局来看，虽然中国光伏支架行业依然以固定支架为主，但大部分企业都开始布局于跟踪支架。而从跟踪支架全球市场整体格局来看，跟踪支架市场集中度高，目前主要以国外厂商主导，其中 NEXTracker 作为全球跟踪支架龙头，

连续多年出货量第一，市占率稳定在 25%-30%左右。根据 Wood Mackenzie 数据，2023 年全球跟踪支架累计出货量为 92GW，同比增长 28%。其中，全球前十大厂商跟踪支架出货量为 83GW，CR10 为 90%。2023 年，全球跟踪支架出货量前十二厂商中，中国企业有 4 家，分别为中信博（第五）、天合光能（第六）、苏州聚晟太阳能科技股份有限公司（第十一）、安泰新能源（第十二），合计市占率约 19%。

4. 竞争优势：工艺技术及成本控制、生产交付、质量管理、客户等优势

(1) 工艺技术及成本控制优势。基于公司多年的项目经验积累以及持续的工艺技术研发，公司为国内外主要光伏支架零部件生产厂商之一，具备光伏支架核心零部件产品的结构设计、工艺研发、模具开发等技术能力，以及持续优化客户新产品、新设计的综合服务能力。公司在制管、冲压、组装等生产环节通过设计定制自动化设备，实现了加工效率的提高和成本降低，相关生产工艺技术与设备先进性具有密切关系，公司掌握主要设备的设计改造方案，并已形成相关专利。

(2) 生产交付优势。公司拥有多年的生产制造经验，通过不断改进工艺流程，引进先进的生产设备，自主设计定制化机器设备以提高生产效率，目前在 BHA、URA 冲压环节基本实现全自动化。公司在能够保障品质的前提下，及时响应并满足客户交付需求。公司在光伏支架核心零部件的设计、制造方面积累了丰富的经验，拥有优异的产品质量与稳定的质量管理体系，形成了能够及时响应客户大规模供货需求的高效的交付能力。

(3) 质量管理优势。公司在模具开发、制管和冲压等核心工序上持续不断地追求提高，采用精益生产模式，改进制程能力、优化生产工序、自主开发防呆工装治具和快速检验工装检具、降低质量风险，有效地提高了产品质量、生产效率和材料利用率，从而提高产品的竞争力。

(4) 客户优势。公司主要服务客户均为国内外知名大型光伏企业，在满足该类大型企业对于供应商的资质、规模、产品品质、交货及时性、信用情况、技术水平、项目经验等严格的审核要求后，方可进入其供应商名录，随后才会与其建立长期稳定合作的关系，且一般不会轻易更换。公司已凭借研发能力、技术工艺、产品质量和经营管理等多方面综合能力，获得了 NEXTracker 等核心客户的持续认可，在业内具备了较好的知名度。在稳固现有客户基础上，公司可进一步深挖客户需求，扩大客户数量，拓展新的业务合作领域，为公司成熟业务的持续稳定增长并进一步扩大市场份额提供了保障。

(5) 管理优势。公司拥有经验丰富的管理人才团队，负责研发、生产、品控的管理人员，均拥有多年的光伏支架行业及钣金机加工行业从业经验，对光伏行业相关

政策有着全面深刻的认识,对行业发展趋势、产业技术方向的把握具有较强的敏感性,在工艺技术优化、生产流程控制、产品质量管理、成本管控等各个环节具备丰富的专业知识和实践经验,能够对公司未来的发展进行高效管理和科学规划,为公司未来的发展提供了有力的保障。

5. 主要风险：产业政策变动、客户集中度较高、海外市场变化等风险

- (1) 产业政策变动的风险;
- (2) 客户集中度较高和单一大客户依赖的风险;
- (3) 海外市场变化的风险等。

6. 可比公司：体量小，毛利率处中下游

表 3：酉立智能可比公司收入结构

代码	简称	2024 年收入结构
002897.SZ	意华股份	太阳能支架:58.35%,其他连接器及组件产品:18.42%,通讯连接器产品:17.55%,消费电子连接器产品:5.68%
603507.SH	振江股份	风电:64.46%,光伏:23.51%,紧固件:8.75%,其他:3.28%
688408.SH	中信博	跟踪支架:85.08%,固定支架:12.05%,BIPV 及其他:2.87%
603628.SH	清源股份	光伏支架:84.05%,光伏电站开发及建设业务:14.97%,光伏电力电子产品:0.98%
920007.BJ	酉立智能	光伏支架核心零部件:100%

资料来源：Choice，申万宏源研究

表 4：酉立智能可比公司财务对比

代码	简称	2024 收入 (百万元)	2024 归母 净利润 (百 万元)	2024 年 收入增长 率 (%)	2024 年归母 净利润增长 率 (%)	2024 年毛 利率 (%)	2024 年研 发支出占 比 (%)	2024 年应 收账款周 转天数 (天)
002897.SZ	意华股份	6,096.57	124.17	20.51	1.63	18.76	3.25	83
603507.SH	振江股份	3,945.84	178.20	2.71	-2.99	19.86	3.47	62
688408.SH	中信博	9,026.11	631.52	41.25	83.03	18.63	2.25	59
603628.SH	清源股份	1,919.10	90.16	-0.90	-46.67	21.26	2.55	165
920007.BJ	酉立智能	728.84	90.05	10.84	15.19	18.42	1.66	98

资料来源：Choice，申万宏源研究

7. 申购分析意见：积极参与

公司系光伏支架“小巨人”，海外大客户配套带动业绩高增，2024 年，公司对全球跟踪支架龙头 NEXTracker 销售额占比达 70%。公司核心产品市占率高，2023 年 BHA、TTU 和 URA 市场占有率分别达 12.84%、2.80%和 4.63%，有望受益于全球光伏支架市场规模增长和国内跟踪支架渗透率提升趋势。新股首发博弈面来看，首发估值低，流通盘小，无老股，建议积极参与。

表 5：酉立智能可比上市公司情况

代码	简称	当前总市值（亿元）	PE (TTM)
002897.SZ	意华股份	78.1	76
603507.SH	振江股份	44.1	36
688408.SH	中信博	113.5	19
603628.SH	清源股份	36.6	33
均值			41
中值			35
920007.BJ	酉立智能	10.1	11

资料来源：Wind，申万宏源研究

注 1：股价为 2025/7/25 收盘价格

注 2：可比公司剔除已退市的爱康科技

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。