

新股介绍 | AIoT 智能产品深度布局者

汉桑科技（301491）

► **AIoT 智能产品深度布局者。** 主营业务收入主要来自高性能音频产品与创新音频和 AIoT 智能产品。公司 2022-2024 年分别实现营业收入 13.86 亿元/10.31 亿元/14.54 亿元，YOY 依次为 36.08%/-25.60%/40.98%；实现归母净利润 1.90 亿元/1.36 亿元/2.54 亿元，YOY 依次为 79.08%/-28.26%/86.52%。根据最新财务情况，公司 2025Q1 实现营业收入 2.51 亿元，较上年同期下降 13.39%；实现归母净利润 0.38 亿元，较上年同期下降 15.18%。

► **全球少数在高端功放、Hi-Fi 音响领域具备影响力的中国企业。** 作为全球高端音频产品和技术解决方案的重要供应商，汉桑科技深耕高端音频领域 20 余年，是全球少数在高端功放、Hi-Fi 音响领域具备影响力的中国企业。其产品覆盖高性能音频、创新音频及 AIoT 智能产品，已与 NAD、Bluesound、JBL、B&W、Tonies 等全球数十家知名音频品牌建立长期稳定合作，在行业内树立了优质口碑。以核心产品高性能音频功率放大器为例，根据海关总署数据，从 2022 到 2024 年公司外销音频放大器占国内同类产品出口金额比例分别达 3.84%、2.15%、3.12%，在细分市场占据重要地位。同时，公司在儿童智能音频、商用智慧音频等新兴领域快速拓展，2024 年对核心客户 Tonies GmbH（全球儿童智能音频龙头）销售收入占比达 48.49%，合作稳定性与业务成长性凸显。

► **核心技术壁垒高，研发创新能力强。** 公司聚焦高性能音频信号处理和放大、音频传输、音频系统智能化三大核心技术领域，形成多维度技术优势。已在南京、印度、丹麦设立三大研发中心，组建 278 人的专业研发团队（占员工总数 17.03%），核心成员多具备国际知名音响品牌从业经验。报告期内研发投入持续增长，2022-2024 年研发费用分别达 7242.42 万元、7425.67 万元、8287.32 万元，占营收比例稳定在 5%-7%。截至 2025 年 3 月，累计拥有 112 项授权专利，并获江苏省高新技术企业、省级工程技术研究中心（江苏省物联网与智慧音频工程研究中心）认证，产品多次斩获 EISA 奖、CES 技术奖、iF 设计奖等国际行业奖项。

► **业务结构多元，增长潜力广阔。** 公司主营业务分为三大板块，2024 年各板块收入占比分别为：高性能音频产品 44.25%、创新音频和 AIoT 智能产品 50.23%、其他产品 5.51%。其中，创新音频业务增速显著，2024 年 2 月收入 2.4 亿元，较 2022 年增长 37.6%，成为第二增长曲线；音频物

分析师

分析师：戚舒扬

邮箱：qisy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523110001

联系电话：

分析师：金兵

邮箱：jinbing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524050001

联系电话：

国内市场表现

指数	收盘	涨跌	幅度 (%)
上证综合指数	3800.35	-68.03	-1.76
深证成份指数	12295.07	-178.10	-1.43
沪深 300 指数	4386.13	-66.46	-1.49
中小板指数	7581.82	-117.09	-1.52
创业板指数	2723.20	-18.93	-0.69

联网模组可兼容 Matter 协议，未来有望切入智能家居、智能穿戴等跨界领域，打开增量空间。以音频为核心主线，聚焦“海外+国内”两大市场，发展音频物联网模组、ODM 音频整机、智慧音视频系统三类业务，深耕家用、商用、个人用、车载四大应用赛道。2024 年国内市场逐步起量，同时车载音频领域已启动技术储备，与头部车企的合作研发项目有序推进，长期增长路径清晰。

风险提示

原材料价格波动风险、存货减值风险、流动性风险。

正文目录

1. 行业：音频市场和 AIoT 音频物联网行业	4
1.1. 家用音响市场	4
1.2. 专业音响市场	5
1.3. 创新音频市场	6
1.4. AIoT 音频物联网行业	7
2. 产业链+历年财务数据+公司亮点	8
2.1. 所在产业链	8
2.2. 历年财务数据	8
2.3. 公司亮点	9
3. 风险提示	10

图表目录

图 1 2017-2025 年全球高保真音响市场规模（亿美元）	4
图 2 2017-2027 年全球家庭定制安装音响行业市场规模及预测（亿美元）	5
图 3 2022-2027 年全球智能音箱市场规模及预测（亿美元）	6
图 4 2020-2027 年全球在线音频市场规模（亿美元）	7
图 5 2020-2025 年全球物联网市场规模及预测（亿美元）	8
图 6 公司营业收入及增速变化（万元）	9
图 7 公司归母净利润及增速变化（万元）	9

1.行业：音频市场和 AIoT 音频物联网行业

1.1.家用音响市场

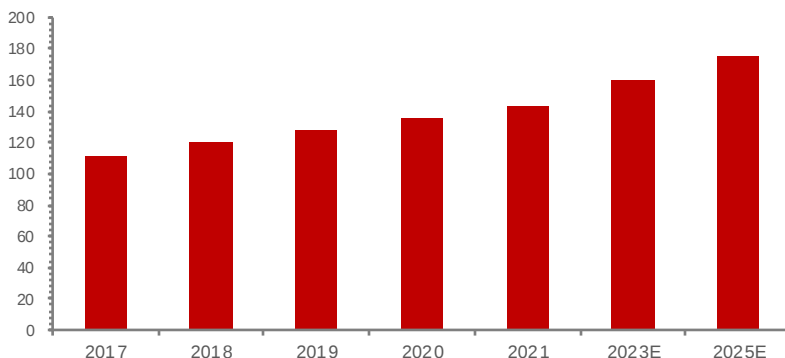
1.1.1.家庭高保真音响

“高保真”一词来源于英文“High Fidelity”，因此高保真音响亦被称作 Hi-Fi 音响。高保真音响通常代指两通道立体声的音频产品，对声音信号流处理的各个环节的性能指标都提出了较高的要求，需要声音信号不失真地处理、放大，以还原声源的原始听觉体验。高保真音响的主要应用场景为家庭音乐欣赏，目标客户群体通常是追求卓越音质的音乐发烧友。一套完整的家庭高保真音响的组成通常包括高清多媒体播放器或胶片唱机等模拟音源类产品，从音源处获取的音频信号经过高保真音频处理、高保真音频功率放大后，推送至高保真扬声器发声。

随着家庭高保真音响朝着轻便化、智能化发展，新型无线 Hi-Fi 一体式音箱逐渐进入市场，将传统的一套音响系统集成于一个音箱内，降低了用户门槛并让更多家庭享受到便捷的高保真音乐体验。

根据 Markets and Markets 研究报告，2023 年全球高保真音响市场规模可达 160 亿美元，预计 2025 年增长至 175 亿美元，2023 年至 2025 年的复合增长率为 4.58%。

图 1 2017-2025 年全球高保真音响市场规模（亿美元）



资料来源：Markets and Markets, 华西证券研究所

1.1.2.家庭影院音响

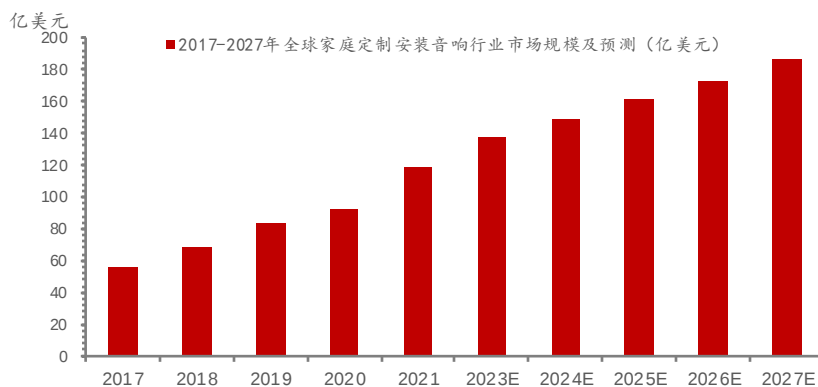
家庭影院音响的主要作用是对电影中的多声道音频信息进行解码、信号处理、信号放大和重放。家庭影院音响按产品类别可以划分为独立音响系统和回音壁。一套完整的独立家庭影院音响系统包括 DVD/蓝光播放机、影视流媒体等音视频源，家庭影院处理中心、功率放大器等信号处理设备，以及各类扬声器。独立家庭影院音响系统的通道数越多，配置的扬声器越多，相应的音效更加丰富、逼真、饱满，更能还原录制时的原音频内容。7.1 环绕系统音响指的是由 7 通道的解码，7 通道功放加 7 个扬声器和 1 个低音音箱组成的系统，在环绕声效果的展现上更加出色，为消费者提供沉浸式的观影体验。由于家庭影院系统音响有着对场地空间要求高、定价昂贵、安装复杂等特点，故逐渐催生出无线家庭影音系统音响，其优势在于不需要布线，运用 WiSA 等无线传输协议即可完成音频信号从音源到各独立有源扬声器和低音音箱的全链条的高质量传输，仍然具有良好的环绕声音视听体验。回音壁是一种将多个声道的音箱功能集成在一个箱体内的长条状音箱，通过音频解码、音束成型等技术，直接

放大并连接内置的多声道喇叭，模拟还原电影的声场和沉浸式音响效果。回音壁的音效虽然逊于独立家庭影院音响系统的音效，但是其万元以下的定价以及其简易的安装流程吸引了不少入门级家庭影院的消费者。

1.1.3. 家庭定制安装音响

家庭定制安装音响是指将各独立音频设备，包括音频多媒体播放器，多房间音频控制放大器，吸顶或入墙扬声器等，通过定制化的协议及专业布线，连成全屋家庭定制安装音频系统，将多种音源信号经分配、处理、放大后接入全屋各个房间及任何需要声音的地方。用户可以通过各房间相应的控制面板独立控制在房内的音乐回放，或手机 App 同时控制全住宅各个房间的娱乐系统运作，包括控制各个房间播放的内容、音量、音效等。全屋家庭定制安装音响中，多房间音频控制放大器是核心控制中枢，可以将多种音源信号经分配、处理、放大后接入全屋各个房间，具有复杂功能、高性能和可靠性高等特点，设计开发的技术难度高。根据 Statista 数据，2022 年全球定制安装音响的市场规模为 122 亿美元，预计 2027 年将增长至 186 亿美元，五年复合增长率为 8.80%。

图 2 2017-2027 年全球家庭定制安装音响行业市场规模及预测（亿美元）



资料来源：Markets and Markets, 华西证券研究所

1.2. 专业音响市场

专业音响泛指能够满足公共场所或业务用途需要的音响器材和组成的系统，一套专业音响同样包括声源设备、音频信号处理设备、音频信号放大设备及声音还原设备，但受应用场景不同，各类别专业音响也具备各自的功能特点，如用于影剧院、歌舞厅、会堂、体育场馆等专业文娱场所的音响通常放音声压高、力度好、承受功率大，且需根据实际的声音传播环境及效果需求进行精确的系统设计与调试；监听音响通常应用于听音室、录音室等场景，重在声音还原的真实性，具有失真度低、信号修饰少等特性；公共广播系统音响通常应用于商场、餐厅、店铺、花园等场景，主要作用包括营造舒适氛围、掩盖噪音及紧急广播功能等，该类音响通常扬声器负载多而分散，传输路径长，但对声压要求不高。

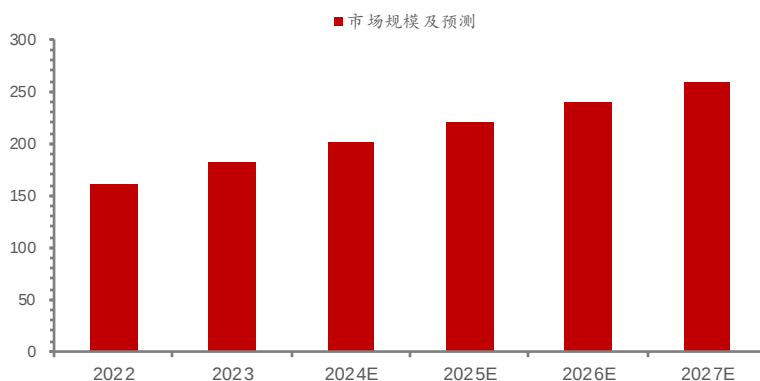
目前，全球专业音响行业已进入较为成熟的发展阶段，根据中国电子音响行业协会整理的数，2022 年全球专业音响产值规模达到 1,286.58 亿元；2018-2022 年复合增长率为 3.96%；同期中国专业音响产值规模为 726.06 亿元，复合增长率为 6.84%。未来，专业音响系统将向互联化、智能化的趋势转型升级，如用于商场、店铺等公共场景的智能化商业音频系统可以根据客流量及环境音量等因素自动调节播放音量，可以对播放内容和计划进行智能化管理，为商家节约管理成本的同时为消费者带来更好的体验。

1.3.创新音频市场

在新的技术发展浪潮下，电子音响行业利用掌握的音频技术、传输技术、物联网技术和云服务技术，不断创新开发出适于特定人群和使用场景的创新音频产品，使用户与智能音频产品之间的交互更加智能化，故创新音频品类应运而生。目前创新音频产品的主要应用领域包括智能音箱、交互式产品、智能穿戴式产品、电竞音响等一系列新的产品和市场，驱动行业蓬勃发展。

智能音箱作为智能家居的控制中心，市场规模保持增长。智能音箱集成了人工智能处理能力，能够通过语音识别、语音合成、语义理解等技术完成语音交互。智能音箱超越了传统音箱播放音乐的功能，随着大语言模型的发展，智能音箱可以视作以语音交互为界面的新型家用计算设备和智力生产力的载体。2022 年全球智能音箱市场规模达 161 亿美元，预计 2027 年市场规模将增长至 259 亿美元，2022 年至 2027 年的预计复合增长率为 9.98%。

图 3 2022-2027 年全球智能音箱市场规模及预测（亿美元）

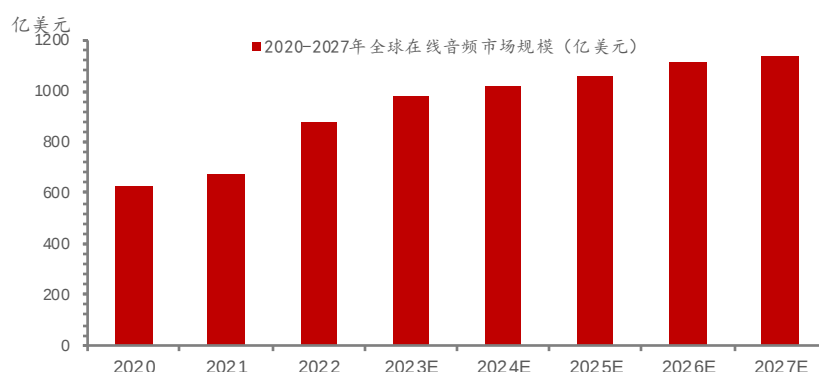


资料来源：Statista，华西证券研究所

智能音箱正在向高端化趋势发展，单价持续提升。在高端化的方向上，厂商采取了不同的策略，一是智能音箱高保真化，许多厂商选择提升智能音箱产品的音质来实现产品升级，例如华为与帝瓦雷的**Apple, Homepod**对音质参数不断迭代升级，传统 Hi-Fi 品牌哈曼卡顿推出智能音箱等。另一个高端化方向则是智能音箱大屏化，通过加大音箱屏幕尺寸，拓展应用场景。带有屏幕的音箱除了语音交互功能外，亦可通过屏幕展现文字、图片、视频等，视觉与听觉相结合的模式有效提升了用户体验，例如百度和天猫精灵推出了 10 英寸的大屏音箱，单价均已突破千元。

以“交互+硬件”为核心的智能音频产品用户粘性高。随着移动互联网、物联网等技术的发展，用户获取音频的方式由传统的线下播放逐渐转变为在线流媒体播放，播放终端也由收音机、MP3 等传统音频产品逐渐演化为智能手机、智能音箱等智能音频产品。音频的展现形式日渐丰富，涵盖了音乐、有声读物、播客、精品知识分享、音频直播等。丰富的音频形式跨越了不同年龄层与职业的界限，且具有极强的陪伴属性，可以消除用户的孤独感并带来正面的情绪价值，因此近年来全球在线音频市场规模快速增长。根据 Statista 数据，在线音频市场包括音乐、电台（含在线电台）及播客，预计 2023 年全球在线音频市场规模为 978 亿美元，2027 年预计市场规模将达到 1,140 亿美元，四年复合增长率为 3.91%，市场空间广阔。

图 4 2020-2027 年全球在线音频市场规模（亿美元）



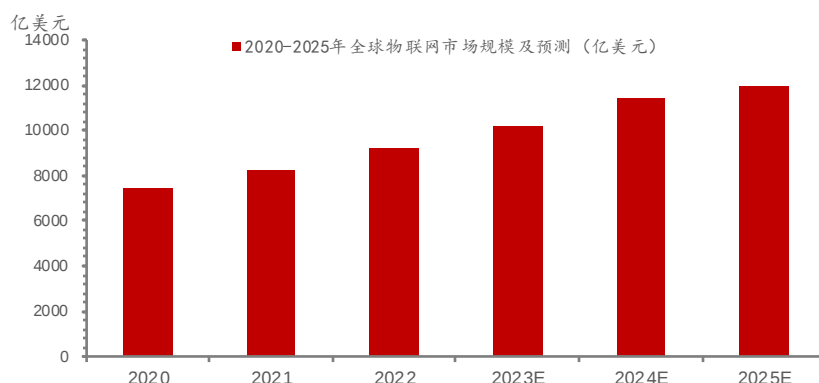
资料来源：Statista，华西证券研究所

智能穿戴式产品市场保持蓬勃发展。智能穿戴式产品是通过将传感、识别、通信、多媒体、音频等技术穿戴产品相融合，实现个人娱乐、社交互动、健康检测等功能的智能硬件，包括 TWS 无线耳机，VR/AR 眼镜以及智能手表、智能手环等产品。据 Market.us 和 Globalnewswire 研究，2022 年全球智能可穿戴产品市场规模已达到 96 亿美元，预计 2023 年全球智能穿戴式设备市场规模将达到 110 亿美元，2028 年将达到 220 亿美元，2023 年至 2028 年的复合增长率预计达 14.87%，市场规模持续快速增长。

1.4.AIoT 音频物联网行业

AIoT 行业是 AI 人工智能技术和 IoT 物联网技术的融合，通过感知层接收来自不同维度的海量数据，通过传输层与边缘端和云端连接，完成数据互传，再通过平台层和应用层进行大数据分析，实现万物互联、万物智联。随着人工智能、物联网等新兴技术的发展与成熟，消费者对音频产品的智能化程度提出了更高的要求，多台音频产品之间以及音频产品与智能家居设备之间的互联互通及协同管理成为行业技术发展重点。未来音频产品将会成为物联网生态的连接中心和控制枢纽，而音频产品主要通过内嵌的音频物联网模组接入物联网生态并进行数据处理，因此音频物联网模组也从早期传输音频信号的单一功能模组发展为具备传输音频信号及兼容多种物联网协议的多功能模组。随着物联网标准协议 Matter 的推出，将打破长期困扰物联网行业的生态壁垒问题，因此音频物联网模组将有潜力实现更多功能，可在传输音频信号的同时亦可传输物联网控制信号，跨界进入包括智能家居、智能穿戴式产品、智能农业、智能工业、智慧商业等物联网产品领域，市场下游需求广阔。近年来，全球物联网行业呈现快速发展的趋势，物联网设备出货量的快速增长拉动了物联网模组的市场需求。根据 IDC 数据显示，2022 年全球物联网市场规模为 9,190 亿美元，预计 2025 年全球物联网市场规模将增长至 12,000 亿美元，2023 年至 2025 年的 CAGR 预计为 8.31%。

图 5 2020-2025 年全球物联网市场规模及预测（亿美元）



资料来源：IDC，华西证券研究所

2. 产业链+历年财务数据+公司亮点

2.1. 所在产业链

公司主要从事音频相关技术开发和音频设备及产品的设计、研发、制造业务，主要产品包括高性能音频产品、创新音频和 AIoT 智能产品等。公司主要与全球电子音响行业知名品牌商以 ODM 业务模式进行合作。

公司与客户间形成了长期、稳定的业务合作关系，已形成了“新技术新平台推广、新产品定制开发、样品验证、小批量试生产、大批量交付”的业务拓展模式。公司基于长期行业经验，主动进行前瞻性预判，投入相关技术和平台研发，并不定期向客户进行新技术新平台的推广。品牌商客户根据自身新产品研发计划动态向公司发布新产品定制研发计划需求，公司配合客户实施新产品研发计划，设计开发形成产品样品并交付客户验证，客户确认后进行小批量试生产，达到预期效果后进行大批量的订单生产和出货。公司客户大部分为国际知名品牌商，包括 NAD、Bluesound、Snap One、Sonance、JBL、McIntosh、Sonus Faber、B&W、Denon、Marantz、Dynaudio、Steelseries、Tonies 等。

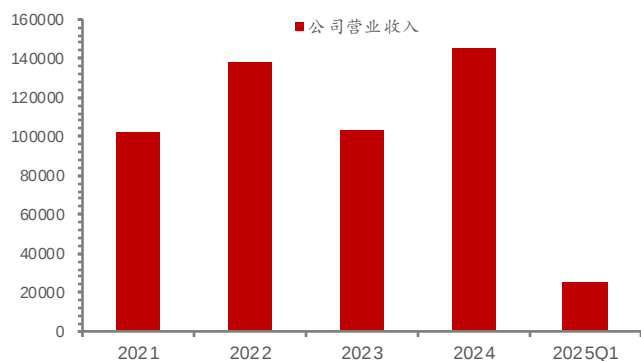
公司通过技术和创新推动业务发展，结合相关技术发展趋势，目标市场需求趋势，客户的具体需求和自身未来业务发展方向，有针对性地进行技术研究和产品开发。经过多年积累，公司已建立卓有成效的研发体系和完善的研发流程。公司的各种原材料主要是根据客户订单进行采购。采购中心按照客户订单生成的物料需求，制定物料采购计划，通过比较多个合格供应商，确定最优供方，然后下达采购订单。公司产品采购的主要原材料包括电子件、PCB、结构件、声学件等。公司主要供应商包括 TEXAS INSTRUMENTS CHINA SALES LIMITED、Weikeng International Co., Ltd、Arrow Electronics China Ltd.、岳阳市东颂电子有限公司、苏州欧坤电器科技有限公司、深圳市量能科技有限公司、京鼎创合力信息技术有限公司等。公司主要采用“以销定产”模式，结合客户订单类型及产品生产周期安排生产计划，并及时跟踪客户需求的变化对生产计划进行动态调整。

2.2. 历年财务数据

高性能音频产品与创新音频和 AIoT 智能产品始终是公司核心收入来源。公司 2022-2024 年分别实现营业收入 13.86 亿元/10.31 亿元/14.54 亿元，YOY 依次为 36.08%/-25.60%/40.98%；实现归母净利润 1.90 亿元/1.36 亿元/2.54 亿元，YOY 依次为 79.08%/-28.26%/86.52%。根据最新财务情况，公司 2025Q1 实现营业收

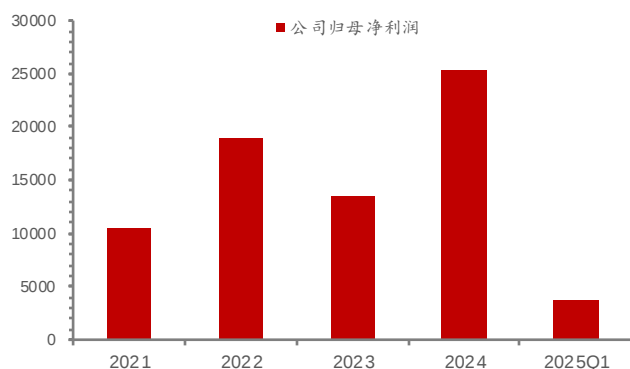
2.51 亿元，较上年同期下降 13.39%；实现归母净利润 0.38 亿元，较上年同期下降 15.18%。2024 年，公司收入按产品类别划分为三大板块：高性能音频产品贡献 6.38 亿元，占比 44.25%；创新音频和 AIoT 智能产品实现收入 7.24 亿元，占比 50.23%；其他产品收入为 0.79 亿元，占比 5.51%。自 2022 年至 2024 年，高性能音频产品与创新音频和 AIoT 智能产品始终是公司核心收入来源，合计占比稳定在 90%以上。其中，创新音频和 AIoT 智能产品收入占比持续提高，从 2022 年的 38.32%增长至 2024 年的 50.23%。

图 6 公司营业收入及增速变化（万元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 7 公司归母净利润及增速变化（万元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

2.3.公司亮点

汉桑科技公司的行业地位与市场竞争力十分突出。作为全球高端音频产品和技术解决方案的重要供应商，汉桑科技深耕高端音频领域 20 余年，是全球少数在高端功放、Hi-Fi 音响领域具备影响力的中国企业。其产品覆盖高性能音频、创新音频及 AIoT 智能产品，已与 NAD、Bluesound、JBL、B&W、Tonies 等全球数十家知名音频品牌建立长期稳定合作，在行业内树立了优质口碑。以核心产品高性能音频功率放大器为例，根据海关总署数据，从 2022 到 2024 年公司外销音频扩大器占国内同类产品出口金额比例分别达 3.84%、2.15%、3.12%，在细分市场占据重要地位。同时，公司在儿童智能音频、商用智慧音频等新兴领域快速拓展，2024 年对核心客户 Tonies GmbH（全球儿童智能音频龙头）销售收入占比达 48.49%，合作稳定性与业务成长性凸显。

核心技术壁垒高，研发创新能力强。公司聚焦高性能音频信号处理和放大、音频传输、音频系统智能化三大核心技术领域，形成多维度技术优势。已在南京、印度、丹麦设立三大研发中心，组建 278 人的专业研发团队（占员工总数 17.03%），核心成员多具备国际知名音响品牌从业经验。报告期内研发投入持续增长，2022-2024 年研发费用分别达 7242.42 万元、7425.67 万元、8287.32 万元，占营收比例稳定在 5%-7%。截至 2025 年 3 月，累计拥有 112 项授权专利，并获江苏省高新技术企业、省级工程技术研究中心（江苏省物联网与智慧音频工程研究中心）认证，产品多次斩获 EISA 奖、CES 技术奖、iF 设计奖等国际行业奖项。

业务结构多元，增长潜力广阔。公司主营业务分为三大板块，2024 年各板块收入占比分别为：高性能音频产品 44.25%、创新音频和 AIoT 智能产品 50.23%、其他产品 5.51%。其中，创新音频业务增速显著，2024 年收入 7.24 亿元，较 2022 年增长 37.6%，成为第二增长曲线；音频物联网模组与 Matter 协议，未来有望切入智能家居、智能穿戴等跨界领域，打开增量空间。以音频为核心主线，“聚焦 + 国内”两大市场，发展音频物联网模组、音频整机、智慧音视频系统三类业务，深耕家用、商用、个人用、车载四大应用赛道。2024 年国内市场逐步起量，同

时车载音频领域已启动技术储备，与头部车企的合作研发项目有序推进，长期增长路径清晰。

3.风险提示

原材料价格波动风险、存货减值风险、流动性风险。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。