

# 中际旭创 (300308 CH)

业绩符合预期；追光不止，下一代光互连蓄势待发

买入 (维持)

中际旭创公布 2026 年半年报：实现营业收入人民币 417.8 亿元，同比增长 182.5%；归母净利润 136.5 亿元，同比增长 241.7%；扣非净利润 130.9 亿元，同比增长 229.3%。分季度看，二季度营收为 222.8 亿元，环比增长 14.3%，符合彭博一致预期；归母净利润和扣非净利润分别为 79.2 亿元（高于彭博一致预期）和 73.7 亿元，环比分别增长 38.1%和 29.0%。二季度收入、归母净利润、扣非净利润以及毛利率（46.4%，高于彭博一致预期 45.7%）和净利率（35.5%）均创历史新高，主要受益于 800G/1.6T 等高附加值光模块持续放量、产品结构优化及规模效应进一步释放。我们预计公司收入将在 2026/2027 年分别同比增长 179%/65%，同期毛利率分别达到 46.6%/47.7%。维持“买入”评级，目标价上调至人民币 1,400 元，基于 2027 年预测市盈率 26 倍，与同业平均值基本相当。

■ **高速产品放量推动光模块销量、ASP 及盈利能力同步提升。**上半年公司光模块销量达到 1,899 万只，同比增长 109.8%；整体 ASP 约 2,178 元/只，较去年同期提升 36.5%。据披露数据测算，其中海外 ASP 约 2,350 元/只，显著高于国内约 821 元/只，主要反映海外 800G/1.6T 等高速产品占比更高。受益于产品结构优化及规模效应释放，公司光模块毛利率同比提升 6.6 个百分点至 46.6%，随着 1.6T 持续爬坡及更多客户进入部署周期，盈利能力仍有提升空间。

■ **旺盛订单推动产能利用率提升，全球化扩产为后续交付提供保障。**上半年公司光模块产能为 2,215 万只，产量和销量分别达到 1,886 万只和 1,899 万只，产能利用率由去年同期的 81.0%提升至 85.1%。截至 6 月末，在建工程较年初增长 160.7%至 37.1 亿元，在建工程占固定资产的比例由 20.0%升至 37.8%，苏州、铜陵、成都及泰国等基地协同扩产。受应收账款、存货及预付款增加影响，上半年经营性现金流净额同比下降 44.1%至 18.0 亿元。

■ **硅光与相干技术积累支撑下一代产品持续迭代。**上半年 1.6T 硅光模块规模放量，出货量逐季提升，成为收入增长的重要驱动力。公司已形成覆盖 400G、800G 和 1.6T 的硅光产品布局，并具备相干器件、激光器及相干光组件的自主研发和量产能力。在此基础上，公司持续投入 1.6T、3.2T 及更高速率产品，积极布局 NPO、XPO、CPO 和 OCS 等下一代光互连方案，为中长期增长提供支撑。

■ **风险提示：**海外 AI 算力资本开支不及预期；原材料供应紧张；汇率波动等。

## 财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY24A   | FY25A    | FY26E    | FY27E    | FY28E    |
|----------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 销售收入(百万人民币)    | 23,862  | 38,240   | 106,599  | 175,373  | 234,707  |
| 同比增长 (%)       | 122.6   | 60.3     | 178.8    | 64.5     | 33.8     |
| 毛利率 (%)        | 33.8    | 42.0     | 46.6     | 47.7     | 47.9     |
| 净利润(百万人民币)     | 5,171.5 | 10,797.3 | 36,006.7 | 59,809.4 | 82,085.6 |
| 同比增长 (%)       | 137.9   | 108.8    | 233.5    | 66.1     | 37.2     |
| 每股收益(人民币)      | 4.72    | 9.80     | 32.41    | 53.83    | 73.88    |
| 市盈率(倍)         | 199.8   | 96.2     | 29.1     | 17.5     | 12.8     |

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

目标价 **1400.00 人民币**  
(此前目标价 1080.00 人民币)  
潜在升幅 **48.5%**  
当前股价 **943.00 人民币**

## 中国半导体

张元圣  
(852) 3761 8727  
kevinzhang@cmbi.com.hk

郭远宁  
(852) 3916 3715  
aaronguo@cmbi.com.hk

## 公司数据

|                 |                |
|-----------------|----------------|
| 市值(百万人民币)       | #####          |
| 3 月平均流通量(百万人民币) | 37,411.7       |
| 52 周内股价高/低(人民币) | 1382.33/278.90 |
| 总股本(百万)         | 1115.2         |

资料来源：FactSet

## 股东结构

|                                          |       |
|------------------------------------------|-------|
| Shandong Zhongji Investment Holdings Co. | 10.9% |
| Wang Weixiu                              | 6.3%  |

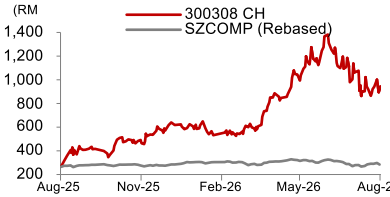
资料来源：彭博

## 股价表现

|       | 绝对回报   | 相对回报   |
|-------|--------|--------|
| 1 - 月 | -17.0% | -18.7% |
| 3 - 月 | -5.1%  | 4.7%   |
| 6 - 月 | 77.6%  | 87.4%  |

资料来源：FactSet

## 股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 盈利预测更新

| 人民币百万元   | 更新预测    |         |         | 过往预测   |         |         | 差别 (%)  |          |          |
|----------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|----------|----------|
|          | FY26E   | FY27E   | FY28E   | FY26E  | FY27E   | FY28E   | FY26E   | FY27E    | FY28E    |
| 收入       | 106,599 | 175,373 | 234,707 | 84,065 | 121,495 | 175,287 | 26.8%   | 44.3%    | 33.9%    |
| 毛利       | 49,641  | 83,690  | 112,343 | 38,334 | 56,617  | 85,014  | 29.5%   | 47.8%    | 32.1%    |
| 归母净利润    | 36,007  | 59,809  | 82,086  | 28,041 | 42,888  | 66,065  | 28.4%   | 39.5%    | 24.3%    |
| 每股收益 (元) | 32.4    | 53.8    | 73.9    | 25.2   | 38.6    | 59.5    | 28.4%   | 39.5%    | 24.2%    |
| 毛利率      | 46.6%   | 47.7%   | 47.9%   | 45.6%  | 46.6%   | 48.5%   | 1 ppt   | 1.1 ppt  | -0.6 ppt |
| 净利率      | 33.8%   | 34.1%   | 35.0%   | 33.4%  | 35.3%   | 37.7%   | 0.4 ppt | -1.2 ppt | -2.7 ppt |

资料来源: 公司资料、招银国际环球市场预测

图 2: 招银国际环球市场预测对比一致预期

| 人民币百万元   | 招银国际环球市场预测 |         |         | 彭博一致预期  |         |         | 差别 (%)  |         |         |
|----------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|          | FY26E      | FY27E   | FY28E   | FY26E   | FY27E   | FY28E   | FY26E   | FY27E   | FY28E   |
| 收入       | 106,599    | 175,373 | 234,707 | 100,437 | 179,869 | 256,082 | 6.1%    | -2.5%   | -8.3%   |
| 毛利       | 49,641     | 83,690  | 112,343 | 45,922  | 83,691  | 121,076 | 8.1%    | 0.0%    | -7.2%   |
| 归母净利润    | 36,007     | 59,809  | 82,086  | 32,060  | 59,202  | 88,097  | 12.3%   | 1.0%    | -6.8%   |
| 每股收益 (元) | 32.41      | 53.83   | 73.88   | 27.09   | 49.25   | 73.83   | 19.6%   | 9.3%    | 0.1%    |
| 毛利率      | 46.6%      | 47.7%   | 47.9%   | 45.7%   | 46.5%   | 47.3%   | 0.8 ppt | 1.2 ppt | 0.6 ppt |
| 净利率      | 33.8%      | 34.1%   | 35.0%   | 31.9%   | 32.9%   | 34.4%   | 1.9 ppt | 1.2 ppt | 0.6 ppt |

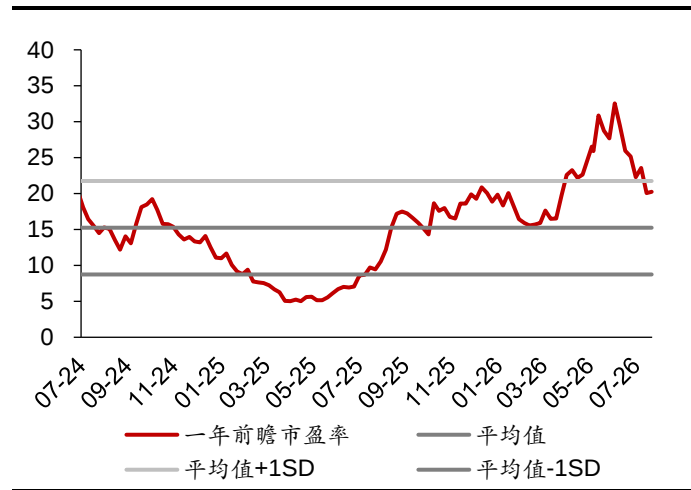
资料来源: 公司资料、招银国际环球市场预测、彭博一致预期

图 3: 可比公司估值

| 公司名称          | 股票代码      | 市盈率 (x) |       | 每股收益 (美元) |       | 毛利率 % |       |
|---------------|-----------|---------|-------|-----------|-------|-------|-------|
|               |           | CY26E   | CY27E | CY26E     | CY27E | CY26E | CY27E |
| Coherent      | COHR US   | 39.3    | 24.4  | 7.4       | 11.9  | 40.2  | 41.5  |
| Applied Opto. | AAOI US   | 183.6   | 27.1  | 0.7       | 4.6   | 30.4  | 33.9  |
| Fabrinet      | FN US     | 26.6    | 21.8  | 16.4      | 20.0  | 12.3  | 12.4  |
| 新易盛           | 300502 CH | 28.9    | 17.3  | 2.3       | 3.8   | 48.1  | 48.1  |
| 剑桥科技          | 603083 CH | 36.4    | 18.3  | 0.7       | 1.5   | n/a   | n/a   |
| 光迅科技          | 002281 CH | 84.9    | 45.0  | 0.3       | 0.6   | 24.8  | 25.5  |
| 平均值           |           | 66.6    | 25.7  | 4.6       | 7.1   | 31.1  | 32.3  |

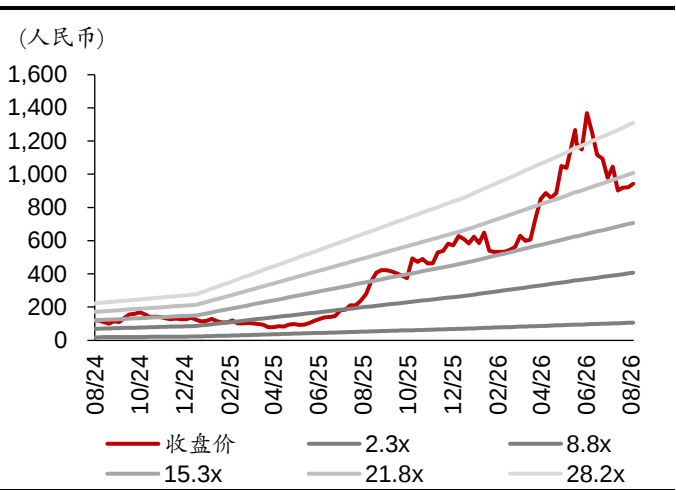
资料来源: 公司资料、彭博一致预期 (8 月 21 日)

图 4: 前瞻市盈率



资料来源: 公司资料、招银国际环球市场预测

图 5: 市盈率区间图



资料来源: 公司资料、招银国际环球市场预测

## 财务分析

| 损益表                  | 2023A   | 2024A    | 2025A    | 2026E    | 2027E    | 2028E     |
|----------------------|---------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 年结 12 月 31 日 (百万人民币) |         |          |          |          |          |           |
| 销售收入                 | 10,718  | 23,862   | 38,240   | 106,599  | 175,373  | 234,707   |
| 销售成本                 | (7,182) | (15,796) | (22,166) | (56,958) | (91,683) | (122,363) |
| 毛利                   | 3,536   | 8,067    | 16,074   | 49,641   | 83,690   | 112,343   |
| 运营费用                 | (1,042) | (2,017)  | (2,477)  | (5,028)  | (11,164) | (12,805)  |
| 销售费用                 | (51)    | (47)     | (78)     | (397)    | (263)    | (352)     |
| 销售                   | (558)   | (879)    | (987)    | (2,194)  | (3,673)  | (5,150)   |
| 研发费用                 | (739)   | (1,244)  | (1,615)  | (2,632)  | (8,769)  | (11,735)  |
| 其他                   | 306     | 153      | 202      | 196      | 1,541    | 4,433     |
| 运营利润                 | 2,494   | 6,050    | 13,597   | 44,612   | 72,526   | 99,539    |
| 其他收入                 | 2       | 5        | 10       | 4        | 7        | 9         |
| 其他费用                 | (4)     | (2)      | (7)      | (9)      | (15)     | (21)      |
| 税前利润                 | 2,492   | 6,052    | 13,600   | 44,607   | 72,518   | 99,528    |
| 所得税                  | (285)   | (681)    | (2,020)  | (6,107)  | (9,561)  | (13,122)  |
| 税后利润                 | 2,208   | 5,372    | 11,580   | 38,501   | 62,957   | 86,406    |
| 非控股权益                | 34      | 200      | 782      | 2,494    | 3,148    | 4,320     |
| 净利润                  | 2,174   | 5,171    | 10,797   | 36,007   | 59,809   | 82,086    |

| 资产负债表                | 2023A  | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E   | 2028E   |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 年结 12 月 31 日 (百万人民币) |        |        |        |        |         |         |
| 流动资产                 | 11,319 | 18,196 | 31,084 | 68,948 | 135,002 | 209,015 |
| 现金与现金等价物             | 3,317  | 5,054  | 10,987 | 21,572 | 78,874  | 141,233 |
| 应收账款                 | 2,581  | 4,604  | 6,277  | 20,592 | 22,651  | 26,220  |
| 存货                   | 4,295  | 7,051  | 12,681 | 24,771 | 30,490  | 36,559  |
| 预付款项                 | 59     | 80     | 134    | 299    | 492     | 658     |
| 其他流动资产               | 1,067  | 1,407  | 1,005  | 1,714  | 2,495   | 4,347   |
| 非流动资产                | 8,687  | 10,671 | 14,205 | 20,722 | 31,078  | 44,226  |
| 物业及厂房及设备 (净额)        | 3,948  | 5,820  | 7,081  | 13,140 | 18,275  | 25,535  |
| 使用权资产                | 27     | 34     | 105    | 1,060  | 2,427   | 4,025   |
| 递延税项                 | 82     | 222    | 541    | 541    | 1,070   | 1,982   |
| 无形资产                 | 401    | 378    | 378    | 295    | 384     | 569     |
| 商誉                   | 1,939  | 1,939  | 1,939  | 1,939  | 1,939   | 1,939   |
| 其他非流动资产              | 2,291  | 2,279  | 4,163  | 3,748  | 6,982   | 10,175  |
| 总资产                  | 20,007 | 28,866 | 45,289 | 89,670 | 166,080 | 253,241 |
| 流动负债                 | 4,360  | 6,497  | 11,558 | 19,361 | 35,985  | 41,760  |
| 短期债务                 | 62     | 1,426  | 301    | 913    | 3,279   | 3,113   |
| 应付账款                 | 1,857  | 2,991  | 7,330  | 11,396 | 21,258  | 22,323  |
| 应付税款                 | 213    | 244    | 1,250  | 2,475  | 4,584   | 6,990   |
| 其他流动负债               | 2,039  | 1,545  | 2,287  | 3,806  | 5,446   | 7,188   |
| 合同负债                 | 3      | 10     | 26     | 51     | 83      | 111     |
| 应计费用                 | 187    | 282    | 364    | 720    | 1,334   | 2,034   |
| 非流动负债                | 872    | 2,076  | 2,109  | 3,677  | 6,375   | 9,453   |
| 长期债务                 | 319    | 606    | 510    | 510    | 510     | 510     |
| 应付公司债                | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       | 0       |
| 递延收入                 | 216    | 270    | 291    | 577    | 1,068   | 1,628   |
| 其他非流动负债              | 337    | 1,200  | 1,308  | 2,590  | 4,797   | 7,314   |
| 总负债                  | 5,232  | 8,573  | 13,668 | 23,038 | 42,360  | 51,213  |
| 股本                   | 803    | 1,121  | 1,111  | 1,111  | 1,111   | 1,111   |
| 留存收益                 | 5,870  | 10,624 | 20,248 | 52,188 | 105,167 | 177,838 |
| 其他储备                 | 7,589  | 7,388  | 8,406  | 8,984  | 9,943   | 11,261  |
| 股东权益总额               | 14,261 | 19,134 | 29,765 | 62,282 | 116,222 | 190,210 |
| 少数股东权益               | 513    | 1,159  | 1,856  | 4,350  | 7,498   | 11,818  |
| 总负债和股东权益             | 20,007 | 28,866 | 45,289 | 89,670 | 166,080 | 253,241 |

| 现金流量表                | 2023A   | 2024A   | 2025A   | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
|----------------------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 年结 12 月 31 日 (百万人民币) |         |         |         |          |          |          |
| <b>经营现金流</b>         |         |         |         |          |          |          |
| 税前利润                 | 2,492   | 6,052   | 13,600  | 44,607   | 72,518   | 99,528   |
| 折旧摊销                 | 525     | 713     | 934     | 1,205    | 1,573    | 2,194    |
| 税款                   | (285)   | (681)   | (2,020) | (6,107)  | (9,561)  | (13,122) |
| 营运资金变化               | (830)   | (3,210) | (1,958) | (21,050) | 3,749    | (7,650)  |
| 其他                   | (6)     | 290     | 340     | 2,510    | 2,715    | 2,482    |
| 净经营现金流               | 1,897   | 3,165   | 10,896  | 21,166   | 70,994   | 83,432   |
| <b>投资现金流</b>         |         |         |         |          |          |          |
| 资本开支                 | (1,704) | (2,866) | (2,760) | (7,279)  | (10,220) | (13,675) |
| 收购与投资                | (3,971) | (2,725) | 0       | 0        | 0        | 0        |
| 处理短期投资所得现金           | 4,435   | 2,619   | 0       | 0        | 0        | 0        |
| 其他                   | 65      | 37      | 121     | 1,035    | 1,697    | 2,272    |
| 净投资现金流               | (1,176) | (2,935) | (2,639) | (6,244)  | (8,523)  | (11,403) |
| <b>融资现金流</b>         |         |         |         |          |          |          |
| 已支付股息                | (207)   | (399)   | (1,083) | (3,630)  | (6,034)  | (8,279)  |
| 净借贷                  | (884)   | 1,685   | (1,114) | 612      | 2,366    | (166)    |
| 发行股票所得现金             | (109)   | 246     | 205     | 0        | 0        | 0        |
| 其他                   | 884     | (40)    | (152)   | (1,150)  | (1,317)  | (1,317)  |
| 净融资现金流               | (316)   | 1,492   | (2,144) | (4,168)  | (4,985)  | (9,762)  |
| <b>净现金流变动</b>        |         |         |         |          |          |          |
| 年初现金                 | 2,809   | 3,234   | 4,988   | 10,944   | 21,529   | 78,831   |
| 汇率变动                 | 20      | 39      | (178)   | 0        | 0        | 0        |
| 其他                   | 405     | 1,715   | 6,134   | 10,585   | 57,303   | 62,358   |
| 年末现金                 | 3,234   | 4,988   | 10,944  | 21,529   | 78,831   | 141,189  |
| 增长率                  | 2023A   | 2024A   | 2025A   | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
| 年结 12 月 31 日         |         |         |         |          |          |          |
| 销售收入                 | 11.2%   | 122.6%  | 60.3%   | 178.8%   | 64.5%    | 33.8%    |
| 毛利润                  | 25.1%   | 128.1%  | 99.3%   | 208.8%   | 68.6%    | 34.2%    |
| 经营利润                 | 87.9%   | 142.6%  | 124.7%  | 228.1%   | 62.6%    | 37.2%    |
| 净利润                  | 77.6%   | 137.9%  | 108.8%  | 233.5%   | 66.1%    | 37.2%    |
| 盈利能力比率               | 2023A   | 2024A   | 2025A   | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
| 年结 12 月 31 日         |         |         |         |          |          |          |
| 毛利率                  | 33.0%   | 33.8%   | 42.0%   | 46.6%    | 47.7%    | 47.9%    |
| 营业利润率                | 23.3%   | 25.4%   | 35.6%   | 41.9%    | 41.4%    | 42.4%    |
| 股本回报率                | 16.6%   | 31.0%   | 44.2%   | 78.2%    | 67.0%    | 53.6%    |
| 资产负债比率               | 2023A   | 2024A   | 2025A   | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
| 年结 12 月 31 日         |         |         |         |          |          |          |
| 净负债/股东权益比率 (倍)       | na      | na      | na      | na       | na       | na       |
| 流动比率 (倍)             | 2.6     | 2.8     | 2.7     | 3.6      | 3.8      | 5.0      |
| 应收账款周转天数             | na      | na      | na      | na       | na       | na       |
| 存货周转天数               | na      | na      | na      | na       | na       | na       |
| 应付帐款周转天数             | na      | na      | na      | na       | na       | na       |
| 估值指标                 | 2023A   | 2024A   | 2025A   | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
| 年结 12 月 31 日         |         |         |         |          |          |          |
| 市盈率                  | 471.5   | 199.8   | 96.2    | 29.1     | 17.5     | 12.8     |
| 市盈率 (摊薄)             | 478.3   | 203.7   | 97.1    | 29.1     | 17.5     | 12.8     |

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操守守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际环球市场投资评级

**买入**：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%  
**持有**：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间  
**卖出**：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%  
**未评级**：招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际环球市场行业投资评级

**优于大市**：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标  
**同步大市**：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若  
**落后大市**：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

#### 对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

#### 对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

#### 对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。