

推荐 (维持)

航发控制 (000738)

主业营收稳步增长，持续加强技术创新

2023年04月09日

市场数据

日期	2023-04-07
收盘价(元)	24.03
总股本(百万股)	1,315.18
流通股本(百万股)	1,243.07
净资产(百万元)	11,167.57
总资产(百万元)	15,031.75
每股净资产(元)	8.49

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《航发控制 2022 年三季度报点评: 期间费率显著改善, 业绩同比快速增长》2022-10-27

《航发控制 2022 年中报点评: 发动机产品需求持续旺盛, 期间费率下降助力利润释放》2022-08-25

《航发控制 2021 年报点评: 三大业务板块稳健增长, 期间费率改善净利率提升》2022-04-07

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

投资要点

- 公司发布 2022 年报: 实现营收 49.42 亿元, 同比增长 18.88%; 实现归母净利润 6.88 亿元, 同比增长 41.18%。基本每股收益 0.52 元/股, 同比增长 30.00%; 加权平均净资产收益率 6.35%, 同比减少 0.11pct。2022 年公司实现交易性金融资产在持有期间的投资收益为 7455.52 万元, 2021 年无此项非经常性损益项目; 2022 年实现扣非后归母净利润 6.02 亿元, 同比增长 29.14%。
- 2022 年利润分配预案: 以 13.15 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 0.53 元(含税), 共计分配利润 6970.48 万元(含税)。
- 分产品看, 2022 年, 航空发动机及燃气轮机控制系统实现营业收入 42.65 亿元, 同比增长 20.47%, 毛利率 28.11%, 同比减少 1.51 pct; 控制系统技术衍生品实现营业收入 4.39 亿元, 同比增长 16.12%, 占总营收比例 8.89%, 毛利率 29.83%, 同比增加 5.62 pct; 国际合作实现营业收入 2.38 亿元, 同比减少 0.36%, 占总营收比例 4.81%, 毛利率 17.77%, 同比增加 3.55 pct。
- 2022 年, 公司期间费用总额 6.03 亿元, 同比增长 12.36%, 期间费用占营收的 12.20%, 同比减少 0.71pct; 其中研发费用 1.85 亿元, 同比增长 21.63%, 占营业收入的 3.74%, 同比增加 0.08pct。
- 2022 年应收账款 10.88 亿元, 同比增长 30.11%; 应收账款周转率 5.13 次, 同比增加 0.67 次; 存货 13.64 亿元, 同比增长 24.29%; 存货周转率 2.90 次, 同比增加 0.05 次。
- 2022 年, 子公司西控科技实现营收 21.44 亿元, 同比增长 22.16%, 净利润 2.53 亿元, 同比增长 12.37%; 子公司贵州红林实现营收 16.51 亿元, 同比增长 15.91%, 净利润 2.45 亿元, 同比增长 18.66%; 子公司北京航科实现营收 7.64 亿元, 同比增长 25.82%, 净利润 0.91 亿元, 同比增长 19.20%; 子公司长春控制实现营收 3.52 亿元, 同比增长 17.10%, 净利润 0.19 亿元, 同比增长 52.84%。
- 2022 年前五名客户中, 公司对中国航发系统内单位销售 37.81 亿元, 同比增长 23.73%。公司 2021 年报告公告 2022 年经营目标为营业收入 51.00 亿元, 较 2021 年实际营业收入增长 22.69%; 2022 年实际营业收入 49.42 亿元, 完成目标 96.89%; 2022 年报告公告 2023 年经营目标为营业收入 54.50 亿元, 较 2022 年实际营业收入增长 10.29%。
- 我们根据最新财报调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.81/11.17/14.24 亿元, EPS 分别为 0.67/0.85/1.08 元/股, 对应 4 月 7 日收盘价 PE 为 35.9/28.3/22.2 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 产品研制进度不及预期; 产能建设不及预期; 下游需求增速不及预期。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4942	5796	7010	8576
同比增长	18.9%	17.3%	21.0%	22.3%
归母净利润(百万元)	688	881	1117	1424
同比增长	41.2%	28.0%	26.8%	27.4%
毛利率	27.8%	28.7%	29.1%	28.9%
ROE	6.2%	7.3%	8.5%	9.8%
每股收益(元)	0.52	0.67	0.85	1.08
市盈率	45.9	35.9	28.3	22.2

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

事件

- 公司发布 2022 年报：实现营收 49.42 亿元，同比增长 18.88%；实现归母净利润 6.88 亿元，同比增长 41.18%；扣非后归母净利润 6.02 亿元，同比增长 29.14%。基本每股收益 0.52 元/股，同比增长 30.00%；加权平均净资产收益率 6.35%，同比减少 0.11pct。
- 2022 年利润分配预案：以 13.15 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.53 元（含税），共计分配利润 6970.48 万元（含税），占年末可供分配利润的 9.92%，剩余可供股东分配的利润将用于以后年度的利润分配。

点评

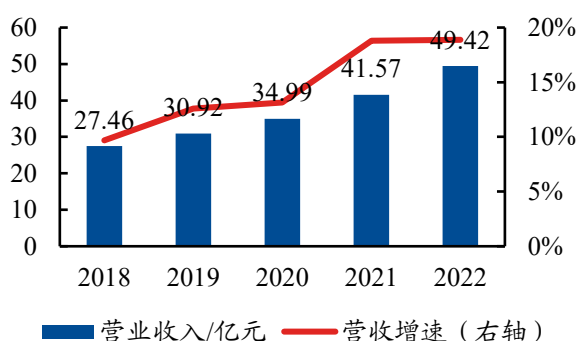
● 营收稳步增长，归母净利润大幅增长

2022 年，公司实现营收 49.42 亿元，同比增长 18.88%；实现归母净利润 6.88 亿元，同比增长 41.18%；基本每股收益 0.52 元/股，同比增长 30.00%；加权平均净资产收益率 6.35%，同比减少 0.11pct。

2022 年初公司持有交易性金融资产 26.00 亿元，年末持有 4.00 亿元，较年初减少 22.00 亿元，主要是结构性存款到期收回；2022 年公司实现交易性金融资产在持有期间的投资收益为 7455.52 万元，2021 年无此项非经常性损益项目；2022 年实现扣非后归母净利润 6.02 亿元，同比增长 29.14%。

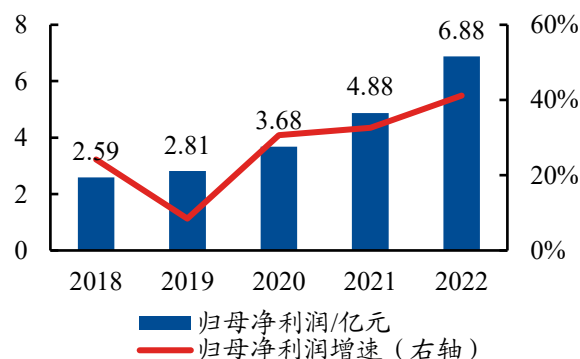
分季度看，公司 2022 年四个季度分别实现营收 12.10 亿元（同比+31.54%，本段下同）、13.38 亿元（+21.15%）、12.04 亿元（+18.75%）、11.89 亿元（+6.35%）；公司 2022 年四个季度分别实现归母净利润 2.14 亿元（+60.10%）、1.94 亿元（+19.11%）、1.35 亿元（+32.86%）、1.46 亿元（+62.37%）。

图 1、2018-2022 年营收（亿元）及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2018-2022 年归母净利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况（亿元）

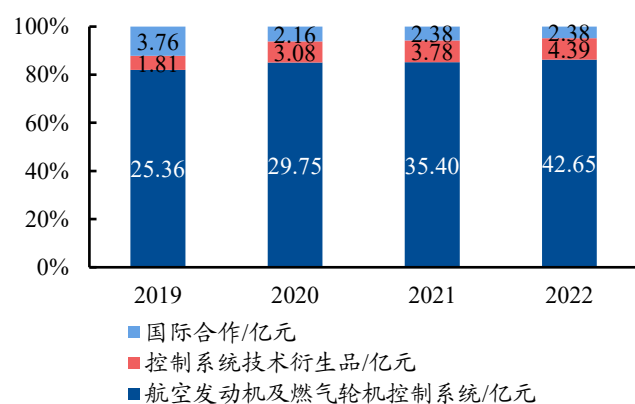
年份	报告类型	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润 (%)
2020	Q1	32.63	7.09	20.28	0.91	24.89
	Q2	33.16	9.10	26.01	1.42	38.72
	Q3	30.60	8.12	23.21	0.96	26.17
	Q4	21.93	10.67	30.51	0.38	10.23
2021	Q1	35.00	9.20	22.13	1.33	27.37
	Q2	36.15	11.04	26.56	1.63	33.38
	Q3	26.21	10.14	24.40	1.01	20.77
	Q4	16.71	11.18	26.91	0.90	18.47
2022	Q1	34.66	12.10	24.49	2.14	31.04
	Q2	31.18	13.38	27.07	1.94	28.16
	Q3	28.22	12.04	24.37	1.35	19.55
	Q4	16.44	11.89	24.07	1.46	21.25

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

● 航空发动机及燃气轮机控制系统产品营收稳步增长

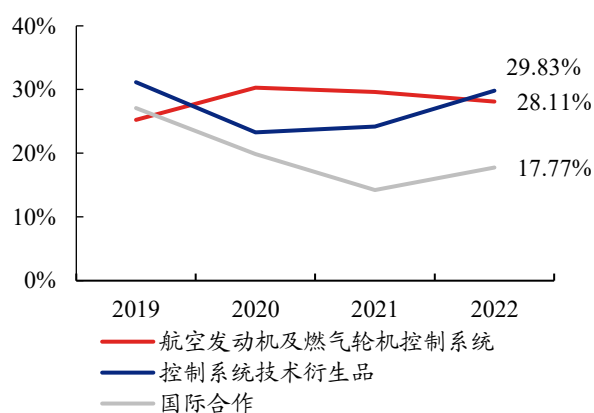
分产品看，2022 年，航空发动机及燃气轮机控制系统实现营业收入 42.65 亿元，同比增长 20.47%，占总营收比例 86.31%，同比增加 1.14 pct，毛利率 28.11%，同比减少 1.51 pct；控制系统技术衍生品实现营业收入 4.39 亿元，同比增长 16.12%，占总营收比例 8.89%，同比减少 0.21 pct，毛利率 29.83%，同比增加 5.62 pct；国际合作实现营业收入 2.38 亿元，同比减少 0.36%，占总营收比例 4.81%，同比减少 0.93 pct，毛利率 17.77%，同比增加 3.55 pct。

图 3、2019-2022 年分产品营收（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2019-2022 年分产品毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

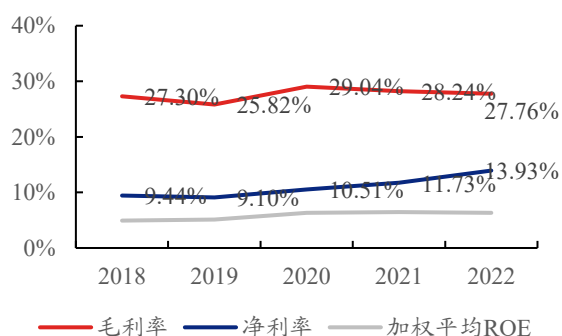
● 期间费用占营收比例减少

2022年，公司整体毛利率为27.76%，同比减少0.48pct；净利率为13.93%，同比增加2.20pct；加权平均ROE为6.35%，同比减少0.11pct。

2022年，公司期间费用总额6.03亿元，同比增长12.36%，期间费用占营收的12.20%，同比减少0.71pct；其中，销售费用0.50亿元，同比增长71.51%，占营业收入的1.01%，同比增加0.31pct，主要由于公司统一核算标准，部分子公司将外场保障成本纳入销售服务费，其次随着产品销售增加以及演训活动增加，预提售后保障费用；管理费用4.17亿元，同比增长17.48%，占营业收入的8.45%，同比减少0.10pct，主要由于公司统一核算标准，将生产、供应、质量等管理部门的相关费用归集到管理费用核算；财务费用-4926.01万元，2021年为22.33万元，2022年同比减少-4948.34万元，占营业收入的-1.00%，同比减少1.00pct，主要是公司外部带息负债减少使得利息支出同比减少735万元，资金利息收入同比增加2128万元，汇率变动使得汇兑收益较上年增加2065万元；研发费用1.85亿元，同比增长21.63%，占营业收入的3.74%，同比增加0.08pct，主要是自筹研发投入增加。

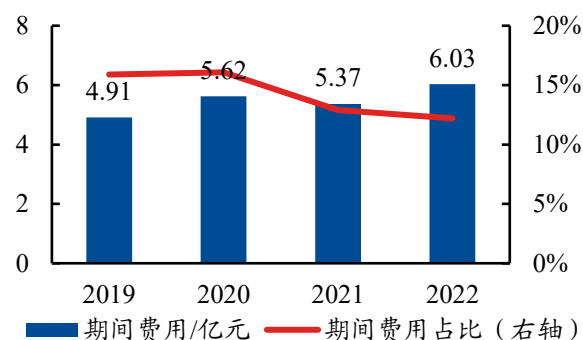
2022年，公司持续加强技术创新，共申报专利154项，其中发明专利143项；本年度获得专利授权65项，其中发明专利50项，实用新型15项。获得省部级科技进步奖6项；另有11项科技成果通过中国航发组织的技术鉴定，部分成果达到了同类产品国内先进水平，部分成果填补了国内空白，核心技术竞争力不断增强。

图 5、2018-2022 年公司毛利率、净利率及加权平均 ROE



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2019-2022 年公司期间费用（亿元）及期间费用占营收比例

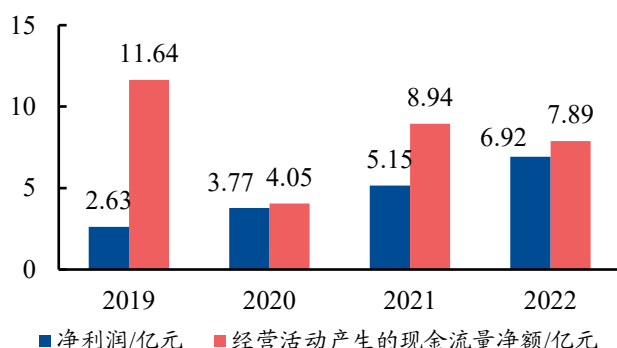


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● **经营活动产生的现金流净额减少，应收及存货周转率增加**

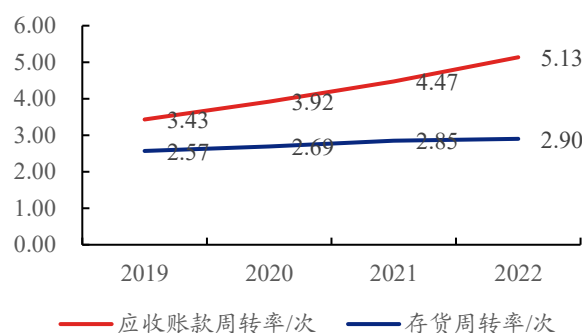
2022年，公司经营活动产生的现金流净额7.89亿元，同比减少11.73%，主要由于2021年度收到大批量订货预付款；投资活动现金流量净额-1.06亿元，2021年为-33.03亿元，2022年同比增加31.96亿元，主要由于2022年结构性存款及大额存款净收回6亿，2021年办理结构性存款26亿元；筹资活动现金流量净额-0.37亿元，2021年为34.43亿元，2022年同比减少34.79亿元，主要由于2021年非公开发行股票收到33.6亿资金，同时2022年净偿还债务1.5亿元。

图7、2019-2022年净利润及经营活动产生的现金流量净额（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、2019-2022应收账款及存货周转率（次）



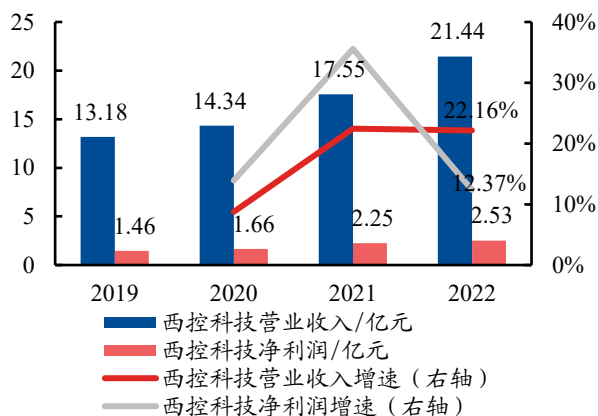
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2022年，公司应收票据和应收账款合计38.46亿元，同比增长7.05%，其中应收账款10.88亿元，同比增长30.11%；应收账款周转率5.13次，同比增加0.67次；应收票据27.58亿元，同比增长0.06%。存货13.64亿元，同比增长24.29%；存货周转率2.90次，同比增加0.05次。

● **主要子公司营收稳步增长**

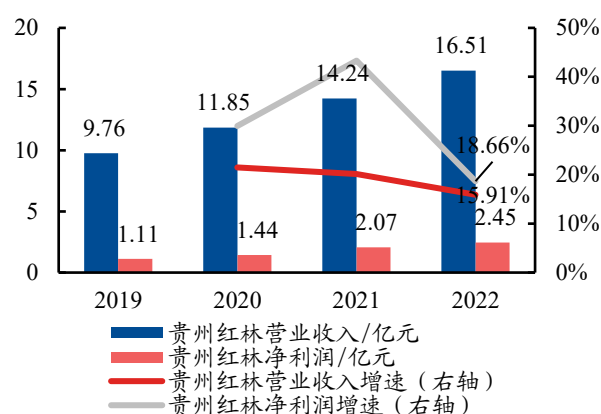
2022年，子公司西控科技实现营收21.44亿元，同比增长22.16%，净利润2.53亿元，同比增长12.37%；子公司贵州红林实现营收16.51亿元，同比增长15.91%，净利润2.45亿元，同比增长18.66%；子公司北京航科实现营收7.64亿元，同比增长25.82%，净利润0.91亿元，同比增长19.20%；子公司长春控制实现营收3.52亿元，同比增长17.10%，净利润0.19亿元，同比增长52.84%。

图 9、2019-2022 年子公司西控科技营业收入（亿元）、净利润（亿元）及增速



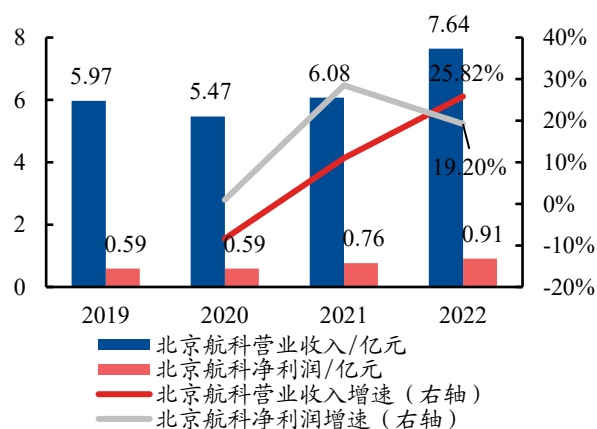
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2019-2022 年子公司贵州红林营业收入（亿元）、净利润（亿元）及增速



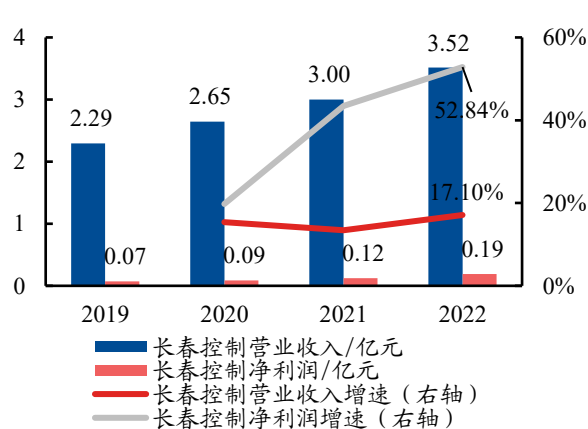
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2019-2022 年子公司北京航科营业收入（亿元）、净利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

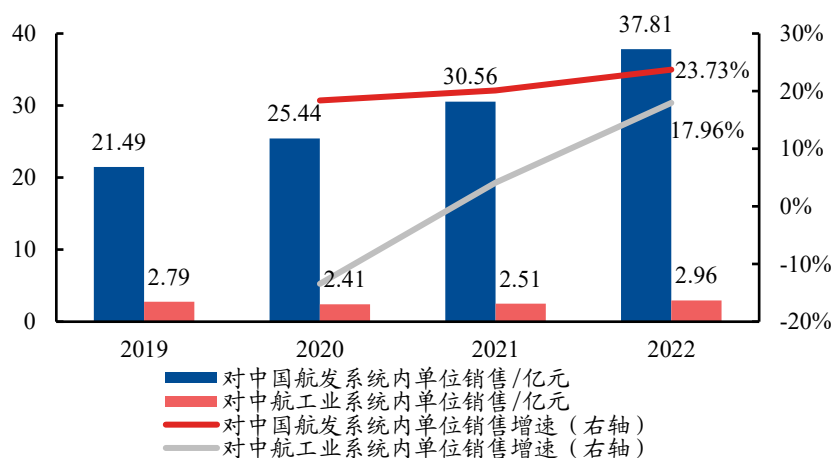
图 12、2019-2022 年子公司长春控制营业收入（亿元）、净利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2022 年前五名客户中，公司对中国航发系统内单位销售 37.81 亿元，同比增长 23.73%；对中航工业系统内单位销售 2.96 亿元，同比增长 17.96%。

图 13、2019-2022 年对中国航发系统、中航工业系统内单位销售及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司 2021 年报告 2022 年经营目标为营业收入 51.00 亿元，较 2021 年实际营业收入增长 22.69%；2022 年实际营业收入 49.42 亿元，完成目标 96.89%；2022 年报告 2023 年经营目标为营业收入 54.50 亿元，较 2022 年实际营业收入增长 10.29%。

● 盈利预测

我们根据最新财报调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.81/11.17/14.24 亿元，EPS 分别为 0.67/0.85/1.08 元/股，对应 4 月 7 日收盘价 PE 为 35.9/28.3/22.2 倍，维持“增持”评级。

● 风险提示

产品研制进度不及预期；产能建设不及预期；下游需求增速不及预期。

表 2、公司分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

报告期	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	QOQ	2021A	2022A	YOY
营业收入	1118	1210	1338	1204	1189	6.4%	4157	4942	18.9%
营业成本	931	791	921	865	994	6.7%	2983	3570	19.7%
毛利	187	419	417	340	196	4.6%	1174	1372	16.9%
销售费用	8	16	7	17	10	25.9%	29	50	71.5%
管理费用	84	101	108	121	88	4.6%	355	417	17.5%
财务费用	-3	-3	-19	-20	-7	-	0	-49	-22160.4%
研发费用	-16	40	37	37	71	-	152	185	21.6%
资产减值	-36	0	-23	0	-31	-	-42	-54	-
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	0	4	6	2	62	-	0	75	-
营业利润	96	248	246	162	134	40.6%	600	791	31.8%
利润总额	90	247	247	163	138	52.0%	596	794	33.4%
归母净利润	90	214	194	135	146	62.4%	488	688	41.2%
EPS	0.068	0.162	0.147	0.102	0.111	62.4%	0.371	0.523	41.2%
销售费用率	0.7%	1.3%	0.5%	1.4%	0.8%	0.1%	0.7%	1.0%	0.3%
管理费用率	7.5%	8.4%	8.0%	10.0%	7.4%	-0.1%	8.5%	8.4%	-0.1%
财务费用率	-0.3%	-0.2%	-1.4%	-1.7%	-0.6%	-0.3%	0.0%	-1.0%	-1.0%
研发费用率	-1.4%	3.3%	2.7%	3.1%	6.0%	7.4%	3.7%	3.7%	0.1%
所得税率	-0.5%	13.4%	20.8%	16.6%	-6.7%	-6.2%	13.5%	12.9%	-0.7%
毛利率	16.7%	34.7%	31.2%	28.2%	16.4%	-0.3%	28.2%	27.8%	-0.5%
归母净利率	8.1%	17.7%	14.5%	11.2%	12.3%	4.2%	11.7%	13.9%	2.2%

资料来源：天软投资系统，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	10910	12513	14362	16607
货币资金	3503	5886	5680	6539
交易性金融资产	400	200	800	800
应收票据及应收账款	3846	3708	4658	5956
预付款项	60	68	82	100
存货	1364	1478	1779	1909
其他	1737	1174	1364	1303
非流动资产	4122	3718	3372	2996
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2512	2326	2059	1753
在建工程	264	132	66	33
无形资产	817	787	755	724
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2
其他	527	472	490	484
资产总计	15032	16232	17734	19603
流动负债	2583	2889	3346	3841
短期借款	21	71	54	59
应付票据及应付账款	1664	1,845	2,343	2,824
其他	899	973	949	957
非流动负债	961	972	968	969
长期借款	0	0	0	0
其他	961	972	968	969
负债合计	3545	3861	4314	4810
股本	1315	1315	1315	1315
资本公积	6683	6683	6683	6683
未分配利润	3008	3860	4870	6193
少数股东权益	319	321	323	325
股东权益合计	11487	12371	13420	14793
负债及权益合计	15032	16232	17734	19603

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	688	881	1117	1424
折旧和摊销	500	378	391	397
资产减值准备	57	26	41	26
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	3	-28	-18	9
投资损失	-75	-5	0	0
少数股东损益	4	2	2	2
营运资金的变动	-397	714	-991	-933
经营活动产生现金流量	789	2128	484	937
投资活动产生现金流量	-106	175	-621	-22
融资活动产生现金流量	-37	80	-69	-56
现金净变动	654	2383	-206	859
现金的期初余额	2849	3503	5886	5680
现金的期末余额	3503	5886	5680	6539

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4942	5796	7010	8576
营业成本	3570	4135	4969	6098
税金及附加	22	23	28	34
销售费用	50	49	55	63
管理费用	417	452	512	583
研发费用	185	190	221	223
财务费用	-49	-28	-18	9
其他收益	27	40	40	60
投资收益	75	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-3	-5	-5	-5
资产减值损失	-54	-10	-10	-5
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	791	1004	1274	1621
营业外收入	7	7	7	10
营业外支出	4	2	2	2
利润总额	794	1009	1279	1629
所得税	102	126	160	204
净利润	692	883	1119	1426
少数股东损益	4	2	2	2
归属母公司净利润	688	881	1117	1424
EPS(元)	0.52	0.67	0.85	1.08

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	18.9%	17.3%	21.0%	22.3%
营业利润增长率	31.8%	26.9%	26.8%	27.3%
归母净利润增长率	41.2%	28.0%	26.8%	27.4%
盈利能力				
毛利率	27.8%	28.7%	29.1%	28.9%
归母净利率	13.9%	15.2%	15.9%	16.6%
ROE	6.2%	7.3%	8.5%	9.8%
偿债能力				
资产负债率	23.6%	23.8%	24.3%	24.5%
流动比率	4.22	4.33	4.29	4.32
速动比率	3.63	3.76	3.70	3.77
营运能力				
资产周转率	33.8%	37.1%	41.3%	45.9%
应收帐款周转率	501.4%	480.1%	458.8%	440.2%
存货周转率	258.9%	260.5%	272.9%	295.9%
每股资料(元)				
每股收益	0.52	0.67	0.85	1.08
每股经营现金	0.60	1.62	0.37	0.71
每股净资产	8.49	9.16	9.96	11.00
估值比率(倍)				
PE	45.9	35.9	28.3	22.2
PB	2.8	2.6	2.4	2.2

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
报告中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：A股市场以沪深300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。

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、意见等均仅供客户参考，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	深圳
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SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn