



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 03 月 24 日

基础数据

03 月 21 日收盘价（元）	20.49
总市值（亿元）	46.15
总股本（亿股）	2.25

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：姚康

S0190520080007

yaokang@xyzq.com.cn

研究助理：刘培锐

liupeirui@xyzq.com.cn

隆利科技(300752.SZ)

背光显示模组龙头，车载 Mini LED 和 LIPO 窄边框成为新增长极

投资要点：

- 事件：2025 年 3 月 7 日，公司发布公告，公司获得高新技术企业证书，公司自本次通过高新技术企业认定后，将连续三年（2024 年至 2026 年）享受高新技术企业所得税优惠政策，即按 15% 的税率缴纳企业所得税。
- 公司是国内背光显示模组龙头之一。公司专业从事背光显示模组的研发、生产与销售，主要产品为背光显示模组，处于 LED 产业链中游，下游为液晶显示模组。随着国内下游液晶显示产能占比不断扩大，带动国内背光显示模组行业不断发展。
- MiniLED 和 LIPO 成为公司未来两大增长极：
 1. 车载 MiniLED 市场快速发展，公司具有先发优势，业务有望快速增长。据 TrendForce 数据，在车用市场，目前 Mini LED 以可靠性优势胜出，出货占比超过 OLED，其分析 2028 年车用显示面板出货将达到 2.57 亿片，Mini LED 显示有望充分受益，渗透率达到 5.9%，高于 OLED 的 4.1%。从目前汽车市场来看，随着 Mini LED 技术的不断发展和成熟，车载 Mini LED 未来使用将会越来越频繁。公司目前在车载方面已与多家知名客户达成合作，随着未来产能逐步扩张，车载 Mini LED 业务业绩预计进一步提高。
 2. 窄边框成为高端智能手机屏幕发展趋势，LIPO 业务有望成为公司业绩新增长点。随着直面屏的回归，窄边框已经成为视觉、手感上的一大重要指标，iPhone 16 pro、OPPO Find X8、小米 15 相继刷新最窄边框记录，随着技术不断成熟，有望下沉到更低价位段的手机。公司提前布局 LIPO 技术，目前相关工艺已量产，提高了公司在 OLED 领域的竞争力，未来有望快速放量。
- 盈利预测：我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润为 1.13/2.24/3.48 亿元，同比增长 147.3%/98.6%/55.3%，对应 2025 年 3 月 21 日收盘价 PE 为 40.9/20.6/13.3 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧；新业务开拓不及预期；

主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	1026	1340	2040	2600
同比增长	-18.0%	30.6%	52.2%	27.5%
归母净利润（百万元）	46	113	224	348
同比增长	113.8%	147.3%	98.6%	55.3%
毛利率	13.1%	20.6%	23.3%	25.8%
ROE	4.2%	9.7%	16.3%	20.2%
每股收益（元）	0.20	0.50	1.00	1.55
市盈率	101.0	40.9	20.6	13.3

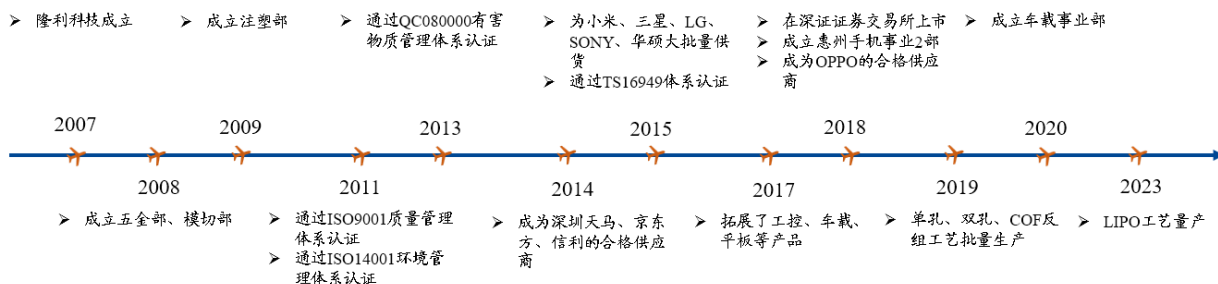
数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

一、公司为国内背光模组行业龙头之一

公司成立于 2007 年 8 月 16 日，专业从事背光显示模组的研发、生产与销售，主要产品为背光显示模组（LED 和 Mini-LED 背光显示模组、Micro-LED 显示产品等），目前为国内生产背光显示模组行业龙头之一。

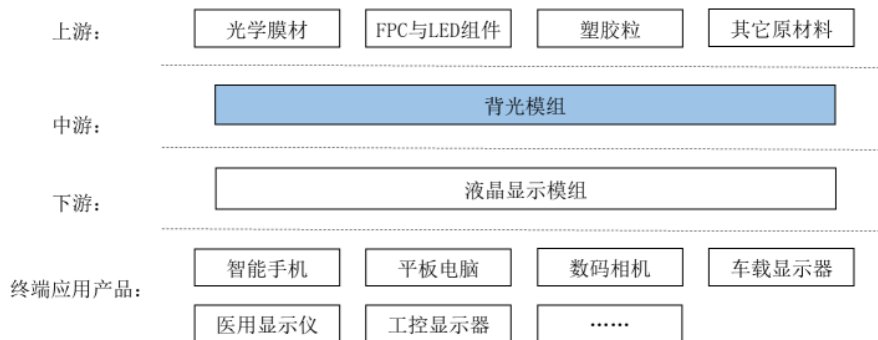
图1、隆利科技发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司处于 LED 产业链中游，下游应用市场广阔。背光显示模组为 LED 产业链中游，上游为相关原材料，下游为液晶显示模组，背光显示模组是液晶显示模组必备的关键配套组件，其性能优劣会直接影响液晶显示质量。液晶显示模组应用市场广阔，目前在智能手机、笔记本电脑、平板电脑、汽车等终端有广泛应用。

图2、公司所处行业产业链位置

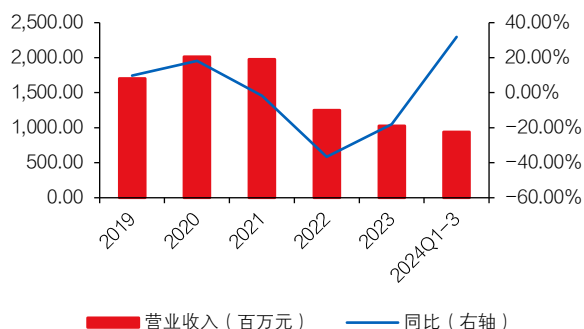


数据来源：隆利科技招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

我国大陆地区液晶显示行业发展带动背光显示模组需求有力增长。背光模组作为液晶显示模组核心器件受益于国内下游液晶显示产能持续扩张，据显示资讯 Display Times 援引的 DSCC 预测，中国大陆面板产能份额将从 2020 年的 53% 上升到 2023 的 67%，2022 年为 65%。预计到 2025 年，中国大陆面板产能份额预计将升至 70%。随着国内面板厂的产能不断增加，液晶显示面板巨大存量和增量产能及产出将有力地带动其必备关键配套组件背光显示模组需求的有力增长。

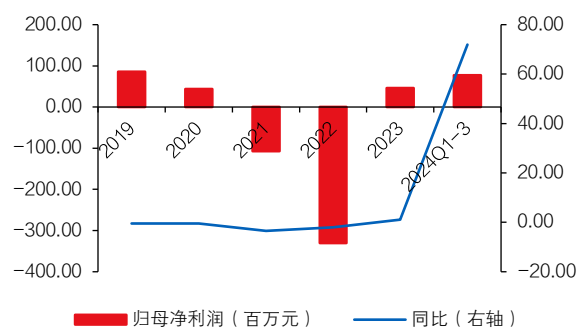
公司 2024 年业绩显著改善。在经历 2021-2023 年的下行期后，公司调整发展战略，优化产品结构，下游应用领域逐步由之前单一的智能手机转向车载、平板、笔记本电脑等多个领域。公司 2024 年前三季度营业收入为 9.41 亿元，同比增长 31.85%。公司发布业绩预告，2024 年全年归母净利润为 1.0-1.2 亿元，同比增长 118.94%-162.73%。

图3、公司营业收入情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

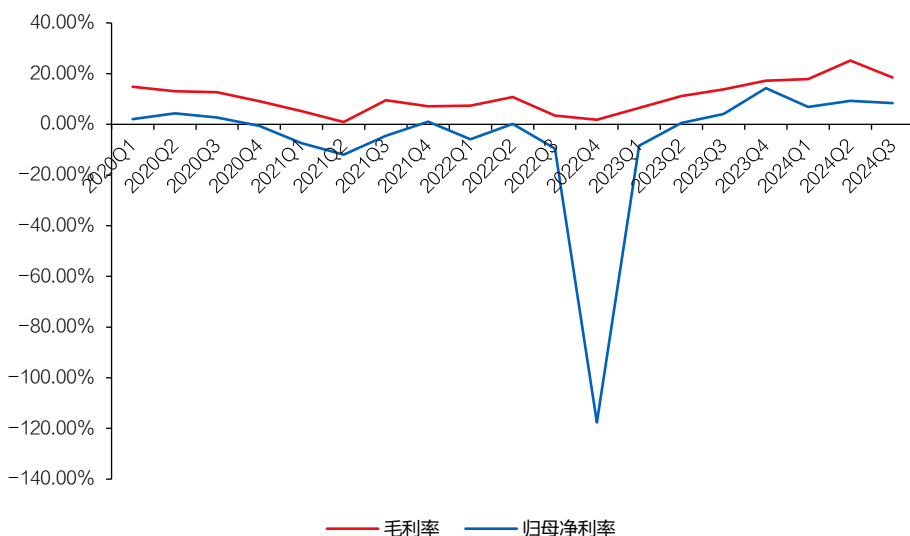
图4、公司归母净利润情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司 2024 年盈利能力显著改善，得益于：1）公司产品结构进一步优化，智能座舱、中大尺寸等业务占比不断提升；2）消费电子行业回暖以及公司在车载业务收入同比快速增长；3）公司持续推进降本增效，提高资金使用效率。公司 2024 年前三季度毛利率为 20.57%，同比提高 9.32pct，Q3 单季度毛利率为 18.44%，同比提高 4.69pct。

图5、公司盈利能力改善



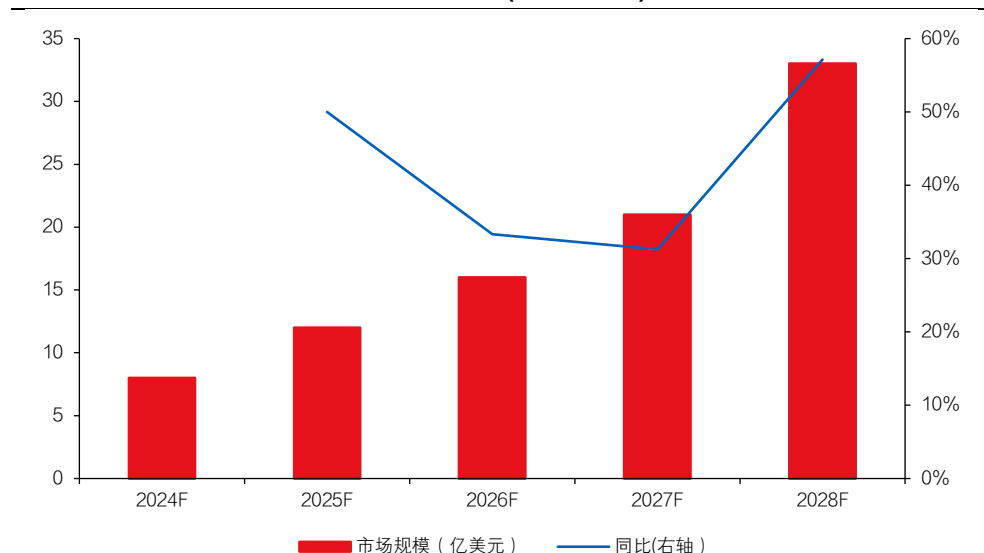
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

二、未来增长点：车载 miniled 和 LIPO 成为公司未来增长极

（一）车载 Miniled：目前逐步成为高端车载屏幕的选择

Miniled 市场快速发展。随着 Mini LED 技术逐步趋向成熟，成本逐步降低，其在车载和电视市场上增速明显。目前 mini led 市场规模呈现高速发展态势，据洛图科技（RUNTO）预计，2028 年，Mini LED 直显（ $P < 1.0$ ）的全球市场规模将超过 30 亿美元，达到 33 亿美元，从 2024 年到 2028 年的复合增长率约为 40%。

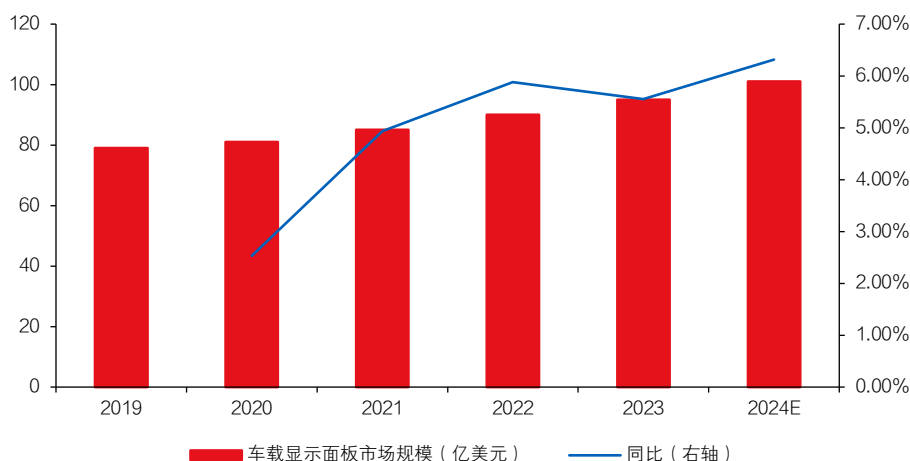
图6、2024-2028 年全球 MiniLED 直显($P < 1.0\text{mm}$)市场规模预测



数据来源：洛图科技，兴业证券经济与金融研究院整理

随着智能座舱呈现数字化趋势，汽车显示成为串联车辆与驾驶的重要交互接口。随着越来越多的车款搭载多样化车用显示产品，目前来看，更大面积，更多的显示器，更自由的放置方式成为车载显示的发展方向。加上高动态对比（HDR）、区域调光（Local Dimming）、广色域等性能参数持续提升，车用显示市场需求规模持续保持快速成长趋势。据中商产业研究院预计 2023 年全球车载显示面板市场规模达 95 亿美元，2024 年预计将达到 101 亿美元。

图7、全球车载显示面板市场



数据来源：中商产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

目前高端车载显示屏主要采用 Mini LED。据 TrendForce 数据，在车用市场，目前 Mini LED 以可靠性优势胜出，出货占比超过 OLED，其分析 2028 年车用显示面板出货将达到 2.57 亿片，Mini LED 有望充分受益，渗透率达到 5.9%，高于 OLED 的 4.1%。从目前汽车市场来看，随着 Mini LED 技术的不断发展和成熟，车载 Mini LED 未来使用将会越来越频繁。

表1、国内采用 mini led 显示屏车型（不完全统计）

车型	应用	上市/发布时间
红旗国雅	京东方 13.48 英寸 Mini LED 车载背光显示屏	2024 年 12 月
极氪 7X	16 英寸全球首款车规级量子点膜 Mini LED 显示屏	2024 年 9 月
小米 SU7	16.1 英寸 TCL 华星 Mini LED 中控屏	2024 年 3 月
仰望 U8	23.6 英寸 Mini LED 仪表盘与 Mini LED 副驾驶娱乐屏	2023 年 7 月
林肯新款航海家	双 23.6 英寸环抱式 4K 超高清 MiniLED 屏	2023 年 4 月
理想 L7	Mini LED 安全驾驶交互屏	2023 年 2 月
飞凡 R7	搭载京东方联合隆利科技的 12.3 英寸 Mini LED 副驾屏 10.25 英寸 Mini LED 仪表屏	2022 年 9 月
第三代上汽荣威 RX5	搭载聚飞光电 27 英寸 4K Mini LED 全景智能交互滑移屏	2022 年 8 月
理想 L9	搭载聚飞光电 Mini LED 安全驾驶交互屏	2022 年 6 月
凯迪拉克 LYRIQ	搭载群创光电 33 英寸环幕式 Mini LED 背光超视网膜屏	2022 年 6 月
奔驰 Vision EQXX	奔驰、大陆汽车集团及 TCL 华星合作研发的 47.5 英寸横贯 A 柱 MiniLED 显示屏	2022 年 1 月
蔚来 ET7	搭载京东方 10.2 英寸 HDRMini LED 背光数字仪表	2021 年 1 月

数据来源：光感生活，兴业证券经济与金融研究院整理

公司利用在车载显示领域 Mini-LED 的技术优势和先发优势，不断拓展国内外客户。公司在 2016 年开始在 Mini-LED 领域进行技术研发，基于公司在新型显示的光学效果处理方面深厚的积累，目前公司布局了全系列应用领域的技术，已取得了一定的先发优势，并且积累了丰富的客户、人才、技术、专利等方面的储备。截至 2024 年 6 月 30 日，公司在 Mini-LED 相关领域有效申请专利共计 167 项，其中发明专利 76 项；已获得的专利共 113 项，其中国内发明专利 24 项，美国发明专利 1 项。

公目前在前车方面已与大陆、佛吉亚、伟世通、德赛西威、友达及比亚迪、蔚来、理想、小鹏、上汽、吉利、极氪、现代等多家知名厂商达成合作。截止到 2024 年半年报，公司募投项目 Mini-LED 显示模组新建项目建设进度为 76.86%，中大尺寸 Mini-LED 显示模组智能制造基地项目建设进度为 72.26%，未来随着国内车厂大规模采用 Mini LED 屏幕，以及公司产能建设逐步完成，公司未来车载 Mini LED 业务业绩预计进一步提高。

图8、隆利科技为极氪 7X 提供显示屏



数据来源：汽车新技术资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、隆利科技为飞凡 R7 提供 Mini LED 显示屏

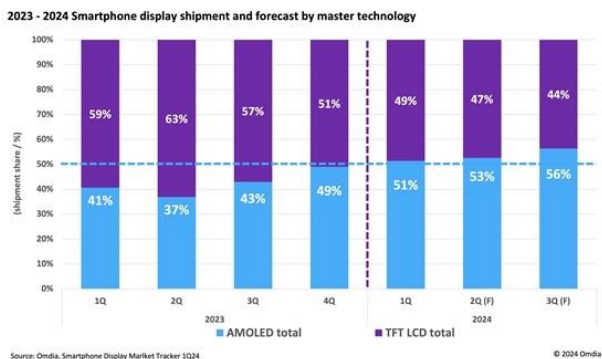


数据来源：MiniMicro LED 显示产业分会，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）LIPO：窄边框成为目前高端 OLED 智能手机发展趋势

OLED 手机渗透率逐步提高，目前超过智能手机占比的一半。据 IT 之家援引的 Omdia 数据，2024 年全年全球智能手机显示屏市场达到 15.5 亿台，同比增长 7%，连续两年实现增长。其中，AMOLED 显示屏出货量增至 7.84 亿台，同比增长 26%；而 TFT LCD 出货量下降至 7.61 亿台，同比减少 8%。AMOLED 显示屏出货量首次超过 TFT LCD，占 2024 年智能手机显示屏总出货量的 51%。

图10、2023-2024 年智能手机屏幕出货量结构



数据来源：omdia，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、2016-2024 年年度智能手机屏幕结构



数据来源：omdia，兴业证券经济与金融研究院整理

各大手机厂商手机屏幕设计趋势聚焦于窄边框技术。随着智能手机市场的不断发展与技术的日益革新，消费者对于手机显示屏性能的要求也在不断。具体而言，市场需求正逐步向更高亮度、更高对比度、更流畅的高刷新率以及极致窄边框设计等方面倾斜。在此背景下，国内各大手机厂商纷纷聚焦于窄边框技术的应用，以顺应这一潮流趋势，满足并超越用户的视觉体验期待。

随着直面屏的回归，窄边框已经成为视觉、手感上的一大重要指标。在过去一年多的时间内，各手机厂商的旗舰机型逐步从曲面屏回归直面屏，所以各手机厂商在直面屏的窄边框开始了新一轮“军备竞赛”，通过窄边框来实现更大屏幕占比。目前窄边框已经成为视觉、手感上的一大重要指标。2024 年 9 月，苹果 iPhone 16 Pro 正式发布，得益于全新封装技术的加持，其边框最窄处仅 1.44mm，成为史上边框最窄的 iPhone Pro；仅隔一个月，OPPO Find X8 凭借 1.45mm 的极窄边框记录，几乎与 iPhone 16 Pro 打成平手。但时隔十余天，小米 15 以 1.38mm 窄边框刷新了 2024 年整个手机市场的极窄边框记录。

图12、苹果窄边框



数据来源：雷科技，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、小米窄边框

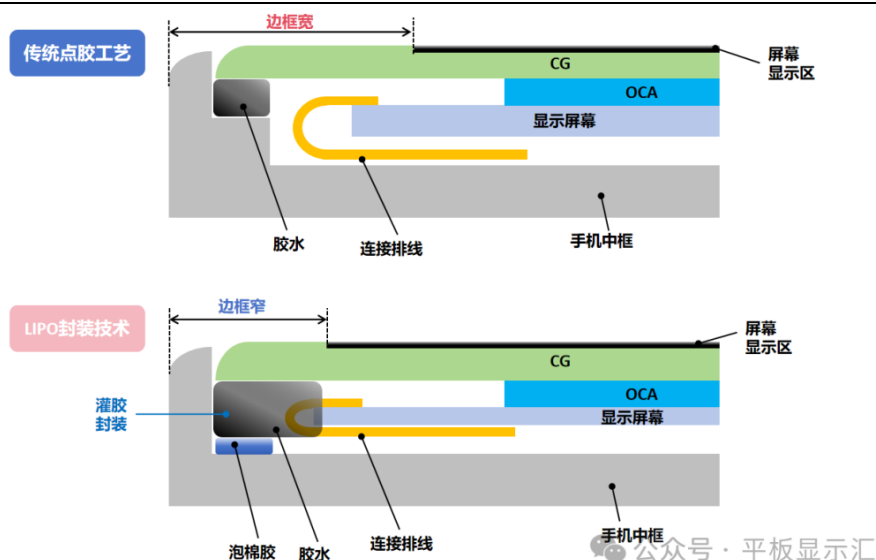


数据来源：雷科技，兴业证券经济与金融研究院整理

窄边框需要核心技术 LIPO 进行支撑。目前绝大部分的智能手机旗舰机型采用 OLED 屏幕+COP 封装技术，前者提供更高的屏占比，后者提高显示屏的集成度和薄型化，但是 COP 电路的弯折区域需要留出一定的点胶距离，以避免电路损坏或屏幕失效，导致屏幕下边框难以进一步缩小，COP 的限制，导致手机边框仍无法达到极致窄边框，同时柔性 OLED 屏幕又难以承受高温和高压。

LIPO 封装技术，据称其设计灵感来源于“琥珀”。即通过使用高分子材料进行液态封装，来保护显示屏幕排线连接处，再通过对高分子材料进行固化，使高分子材料、显示屏幕和手机中框紧密结合，从而缩减手机屏幕的边框宽度。本来 COP 电路的弯折区域需要一定的点胶距离，现在 LIPO 技术通过对空间的利用和低压注塑，将特制的胶水灌注到这一空间中，将 COP 排线进行包覆，把手机中框和屏幕模组通过特制胶水黏结起来，让屏幕玻璃向内收缩，从而实现极致窄边框。

图14、LIPO 封装技术和传统点胶工艺对比



数据来源：平板显示汇，兴业证券经济与金融研究院整理

目前部分旗舰机开始使用 LIPO 技术，未来在安卓和苹果智能手机中被广泛采用。LIPO 初次使用是在苹果 Watch Series 7，通过 LIPO 技术，在窄边框的同时具有优秀的耐用性。同样的，在手机上，首先采用 LIPO 技术的是苹果 iPhone 15 Pro/Max，通过该技术，苹果成功将边框宽度从前代的 2.2mm，缩小至 1.5mm。近期发布的小米 15、OPPO Find X8、iPhone 16 Pro 均采用了 LIPO 技术，目前 LIPO 主要集中于旗舰机型，随着技术不断成熟，未来有望下沉至更低价位段手机机型中。

图15、OPPO Find X8 芯片级屏幕封装技术



数据来源：雷科技，OPPO,兴业证券经济与金融研究院整理

公司提前布局 LIPO 技术，储备了与 OLED 面板相关的超窄边框技术，并于 2023 年 LIPO 技术成功实现工艺量产，这一技术的研发提升了公司在 OLED 面板相关领域的竞争力。未来随着 LIPO 技术使用范围越来越广，LIPO 业务有望成为公司业绩的新增长极。

三、盈利预测

基于上文分析，我们分业务对公司营收做出如下预测：考虑到下游消费电子复苏情况，我们预测消费电子背光显示模组未来几年保持 10%-20% 的增长速度，车载 Mini LED 业务随着新能源汽车渗透率逐步提高，未来几年保持 51.96%/64.15%/34.48% 的增速，总体背光显示模组业务增速为 30.46%/38.46%/22.22%；LIPO 业务预计今年起量，预计未来几年保持高速增长。我们预计公司营收在 2024/2025/2026 年为 13.4/20.4/26.0 亿元。

我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润为 1.13/2.24/3.48 亿元，同比增长 147.3%/98.6%/55.3%，对应 2025 年 3 月 21 日收盘价 PE 为 40.9/20.6/13.3 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

四、风险提示

行业竞争加剧：公司下游行业消费电子和汽车行业竞争较为激烈，如果出现行业竞争进一步加剧的情况可能导致公司盈利水平受到影响。

新业务开拓不及预期：公司未来收入增长和盈利增长主要来源于车载 MiniLED 和 LIPO 两大新业务，若新业务开拓不及预期，公司未来收入和盈利能力可能受到影响。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1134	1227	1621	2050
货币资金	342	367	655	947
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	489	546	600	688
预付款项	1	1	1	1
存货	94	78	85	92
其他	208	236	281	322
非流动资产	658	695	729	748
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	365	397	433	451
在建工程	67	85	92	98
无形资产	76	72	68	63
商誉	0	0	0	0
其他	150	140	137	136
资产总计	1791	1922	2350	2798
流动负债	624	700	924	1024
短期借款	50	0	0	0
应付票据及应付账款	443	547	717	777
其他	130	153	206	246
非流动负债	71	54	54	54
长期借款	10	0	0	0
其他	61	54	54	54
负债合计	694	754	977	1077
股本	228	225	225	225
未分配利润	-101	-5	185	481
少数股东权益	0	0	1	1
股东权益合计	1097	1169	1373	1721
负债及权益合计	1791	1922	2350	2798

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润	46	113	224	348
折旧和摊销	47	57	64	70
营运资金的变动	-248	56	98	-63
经营活动产生现金流量	-151	246	406	381
资本支出	-118	-100	-100	-90
长期投资	-1	0	1	0
投资活动产生现金流量	-121	-97	-98	-89
债权融资	-68	-75	0	0
股权融资	294	0	0	0
融资活动产生现金流量	198	-123	-20	0
现金净变动	-74	25	288	292

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1026	1340	2040	2600
营业成本	892	1064	1565	1930
税金及附加	6	7	11	14
销售费用	13	17	26	33
管理费用	51	60	92	117
研发费用	52	80	112	130
财务费用	1	1	2	2
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
信用减值损失	-2	-5	-7	-8
资产减值损失	14	-11	-13	-18
营业利润	51	130	258	400
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	51	130	258	400
所得税	6	17	34	52
净利润	46	113	224	348
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	46	113	224	348
EPS(元)	0.20	0.50	1.00	1.55

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业总收入增长率	-18.0%	30.6%	52.2%	27.5%
营业利润增长率	113.8%	152.1%	98.7%	55.3%
归母净利润增长率	113.8%	147.3%	98.6%	55.3%
盈利能力				
毛利率	13.1%	20.6%	23.3%	25.8%
归母净利率	4.5%	8.4%	11.0%	13.4%
ROE	4.2%	9.7%	16.3%	20.2%
偿债能力				
资产负债率	38.8%	39.2%	41.6%	38.5%
流动比率	1.82	1.75	1.76	2.00
速动比率	1.61	1.59	1.62	1.87
营运能力				
资产周转率	58.6%	72.2%	95.5%	101.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.20	0.50	1.00	1.55
每股经营现金	-0.67	1.09	1.80	1.69
估值比率(倍)				
PE	101.0	40.9	20.6	13.3
PB	4.2	4.0	3.4	2.7

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：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 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以及法律声明

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 号世界财富大厦 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