

智明达

688636

审慎增持 (维持)

营收利润短期承压，新研项目持续增加

2022年10月30日

## 市场数据

市场数据日期	2022-10-28
收盘价(元)	149.28
总股本(百万股)	50.51
流通股本(百万股)	29.36
总市值(百万元)	7,540.31
流通市值(百万元)	4,382.83
净资产(百万元)	958.00
总资产(百万元)	1,444.03
每股净资产(元)	18.97

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《智明达 2021 年报点评: 航空航天高速增长, 研发费用大幅提升》2022-04-09

《智明达 2021 三季报点评: 在手订单再上台阶, 新研项目增长显著》2021-10-27

《智明达 2021 中报点评: 订单饱满驱动业绩大增, 研发为基助力长期发展》2021-08-20

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn  
S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn  
S0190519080005

研究助理:

董昕瑞

dongxinrui@xyzq.com.cn

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	449	580	745	939
同比增长	38.4%	29.0%	28.5%	26.0%
归母净利润(百万元)	112	125	183	238
同比增长	30.3%	12.2%	46.2%	30.3%
毛利率	61.1%	53.2%	53.5%	53.6%
净利率	24.8%	21.6%	24.5%	25.4%
净资产收益率	12.6%	12.5%	15.6%	17.1%
每股收益(元)	2.22	2.48	3.63	4.73
每股经营现金流(元)	1.34	0.61	2.64	2.52

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- 2022 年前三季度, 公司实现营收 3.45 亿元, 同比增长 25.50%; 归母净利润 0.45 亿元, 同比下降 34.68%; 扣非后归母净利润 0.42 亿元, 同比下降 29.92%。基本每股收益 0.89 元/股, 同比下降 42.09%; 加权平均净资产收益率 4.88%, 同比减少 6.20pct。
- 多种因素扰动, 营收、利润短期承压。分季度看, 2022Q3 公司实现营收 0.75 亿元, 同比下降 25.39%, 环比下降 55.94%, 主要系三季度公司受高温限电及疫情管控等影响, 交付减少; 归母净利润-0.05 亿元, 同比下降 122.11%, 环比下降 112.23%。
- 国产化率提升毛利率下滑, 研发投入持续加大。2022 年前三季度, 公司整体毛利率为 55.06%, 同比减少 7.29pct; 净利率 12.91%, 同比减少 11.90pct; 净资产收益率 4.88%, 同比减少 6.20pct。分季度看, 2022Q3 毛利率为 56.74%, 同比减少 4.34pct, 环比增加 2.36pct; 2022Q3 净利率为 -6.67%, 同比减少 29.16pct, 环比减少 30.69pct; 2022Q3 净资产收益率为 -0.53%, 同比减少 3.31pct, 环比减少 4.95pct。公司期间费用总额 1.38 亿元, 同比增长 20.39%, 期间费用占营收比重 39.81%, 同比减少 1.69pct; 其中, 销售费用 0.21 亿元, 同比增长 3.50%; 管理费用 0.31 亿元, 同比增长 9.37%; 财务费用-28.29 万元, 去年同期为 207.43 万元; 研发费用 0.86 亿元, 同比增长 34.87%。
- 经营活动产生的现金流下降, 应收账款及存货增加。2022 年前三季度, 公司经营活动产生的现金流净额-1.52 亿元, 去年同期为 -0.52 亿元, 同比减少 1.00 亿元; 投资活动产生的现金流量净额 0.07 亿元, 去年同期为 -2.02 亿元, 同比增加 2.09 亿元; 筹资活动产生的现金流量净额 -0.11 亿元, 去年同期为 3.46 亿元, 同比减少 3.57 亿元。公司应收项目合计 5.81 亿元, 较期初增长 35.47%, 同比增长 30.65%; 其中应收账款 4.79 亿元, 较期初增长 59.20%, 同比增长 39.09%; 存货 3.80 亿元, 较期初增长 59.27%, 同比增长 63.18%; 存货周转率 0.50 次, 同比减少 0.09 次。
- 在手订单充裕, 新研项目持续增长。截至 2022 年 9 月末, 公司在手订单(含口头订单)金额 6.1 亿元, 同比增长 19.61%, 相较 6 月末增长 32.03%; 新研项目累计 175 个, 同比增加 25.00%, 相较 6 月末增长 40.00%。
- 推出第二期限限制性股票激励计划, 深度绑定中层骨干。2022 年 10 月 24 日, 公司发布《2022 年限限制性股票激励计划(草案)》, 拟向 25 名激励对象授予权益总计不超过 11.59 万股, 行权条件对应 2023-2025 年净利润为 1.45 亿元、1.67 亿元和 1.90 亿元。
- 我们调整盈利预测, 预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 1.25/1.83/2.38 亿元, EPS 为 2.48/3.63/4.73 元/股, 对应 PE 为 60.1/41.1/31.5 倍(2022.10.28), 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 行业竞争加剧; 新品研制进度不及预期; 民品市场增长不及预期。

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年三季报:前三季度公司实现营收3.45亿元,同比增长25.50%;归母净利润0.45亿元,同比下降34.68%;扣非后归母净利润0.42亿元,同比下降29.92%。基本每股收益0.89元/股,同比下降42.09%;加权平均净资产收益率4.88%,同比减少6.20pct。剔除股份支付影响后归母净利润0.62亿元,同比下降21.59%;剔除股份支付影响后扣非归母净利润0.60亿元,同比下降16.06%。

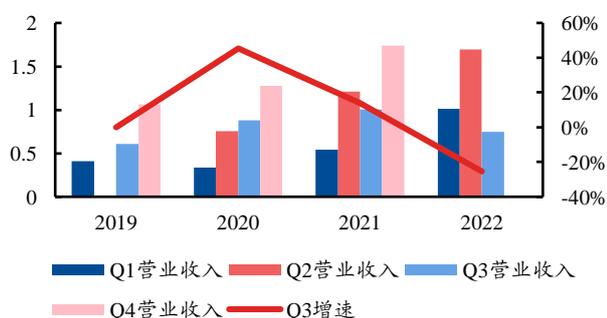
## 点评

- 多种因素扰动,营收、利润短期承压

2022年前三季度,公司实现营收3.45亿元,同比增长25.50%;归母净利润0.45亿元,同比下降34.68%;扣非后归母净利润0.42亿元,同比下降29.92%。基本每股收益0.89元/股,同比下降42.09%;加权平均净资产收益率4.88%,同比减少6.20pct。剔除股份支付影响后归母净利润0.62亿元,同比下降21.59%;剔除股份支付影响后扣非归母净利润0.60亿元,同比下降16.06%。

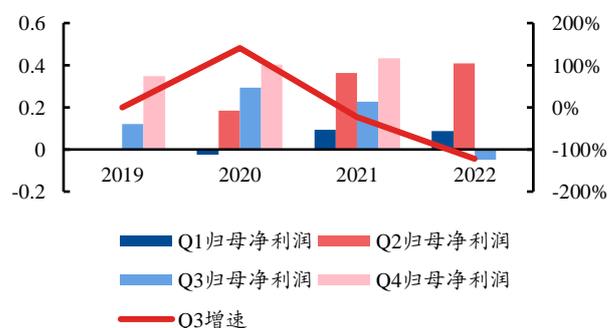
分季度看,2022Q3公司实现营收0.75亿元,同比下降25.39%,环比下降55.94%,主要系三季度公司受高温限电及疫情管控等影响,交付减少;归母净利润-0.05亿元,同比下降122.11%,环比下降112.23%。剔除股份支付影响后归母净利润4.44万元,同比下降99.87%;剔除股份支付影响后扣非归母净利润-45.13万元,同比下降101.59%。

图 1、2019-2022Q3 分季度营收及 Q3 增速 (亿元)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：右轴为营收增速

图 2、2019-2022Q3 分季度归母净利润及 Q3 增速 (亿元)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：右轴为归母净利润增速

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况(亿元)

年份	报告期	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	56.95	0.34	10.35%	-0.02	-2.83%
	Q2	60.97	0.75	23.24%	0.18	21.48%
	Q3	0.00	0.88	27.09%	0.29	34.32%
	Q4	61.04	1.28	39.32%	0.40	47.03%
2021	Q1	64.90	0.54	12.04%	0.09	8.46%
	Q2	62.27	1.21	26.90%	0.36	32.56%
	Q3	61.08	1.00	22.31%	0.23	20.22%
	Q4	59.06	1.74	38.75%	0.43	38.76%
2022	Q1	54.97	1.01	-	0.09	-
	Q2	54.38	1.70	-	0.41	-
	Q3	56.74	0.75	-	-0.05	-

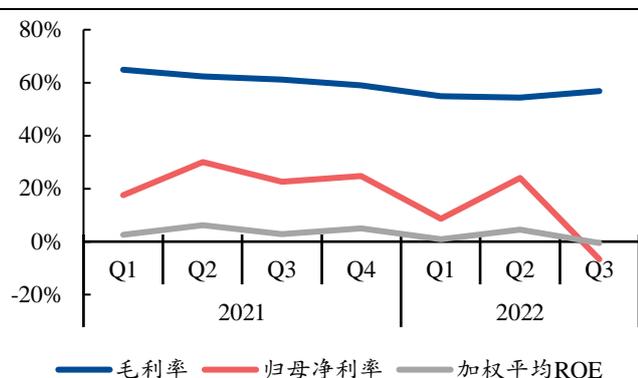
资料来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 国产化率提升毛利率下滑, 研发投入持续加大

2022 年前三季度, 公司整体毛利率为 55.06%, 同比减少 7.29pct; 净利率 12.91%, 同比减少 11.90pct; 净资产收益率 4.88%, 同比减少 6.20pct。分季度看, 2022Q3 毛利率为 56.74%, 同比减少 4.34pct, 环比增加 2.36pct; 2022Q3 净利率为-6.67%, 同比减少 29.16pct, 环比减少 30.69pct; 2022Q3 净资产收益率为-0.53%, 同比减少 3.31pct, 环比减少 4.95pct。因产品国产化率提高, 以及部分材料价格上涨, 导致材料成本增加, 公司毛利率承压。

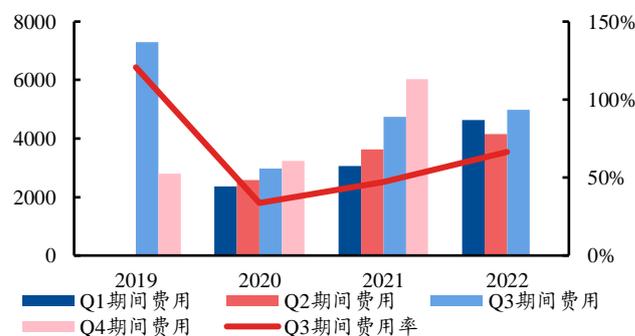
2022 年前三季度, 公司期间费用总额 1.38 亿元, 同比增长 20.39%, 期间费用占营收比重 39.81%, 同比减少 1.69 pct; 其中, 销售费用 0.21 亿元, 同比增长 3.50%, 占营业收入的 5.97%, 营收占比同比减少 1.27pct; 管理费用 0.31 亿元, 同比增长 9.37%, 占营业收入的 8.95%, 营收占比同比减少 1.32pct; 财务费用-28.29 万元, 去年同期为 207.43 万元; 研发费用 0.86 亿元, 同比增长 34.87%, 占营业收入的 24.97%, 营收占比同比增加 1.73pct, 主要因为公司为满足项目需求, 提升市场竞争力, 持续加大研发投入, 2022 年 1-9 月研发人员同比增加 70 人, 研发人员薪酬同比增加 33.54%。

图 3、2021-2022Q3 毛利率、净利率、ROE



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2019-2022Q3 期间费用（亿元）及 Q3 费用占营收比重



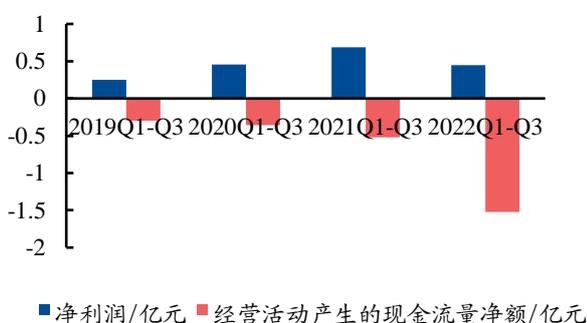
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：右轴为 Q3 期间费用占比

● 经营活动产生的现金流下降，应收账款及存货增加

2022 年前三季度，公司经营活动产生的现金流净额-1.52 亿元，去年同期为-0.52 亿元，同比减少 1.00 亿元；投资活动产生的现金流量净额 0.07 亿元，去年同期为 -2.02 亿元，同比增加 2.09 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-0.11 亿元，去年同期为 3.46 亿元，同比减少 3.57 亿元。

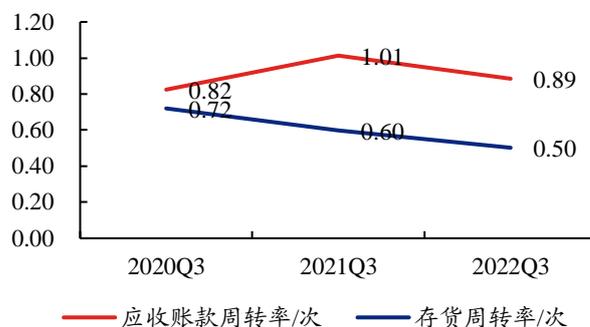
报告期内，公司应收项目合计 5.81 亿元，较期初增长 35.47%，同比增长 30.65%；其中应收账款 4.79 亿元，较期初增长 59.20%，同比增长 39.09%；应收账款周转率 0.89 次，同比减少 0.13 次。存货 3.80 亿元，较期初增长 59.27%，同比增长 63.18%；存货周转率 0.50 次，同比减少 0.09 次。

图 5、2019-2022Q1-Q3 净利润（亿元）及经营活动现金流净额（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 6、2020Q3-2022Q3 应收账款周转率（次）及存货周转率（次）



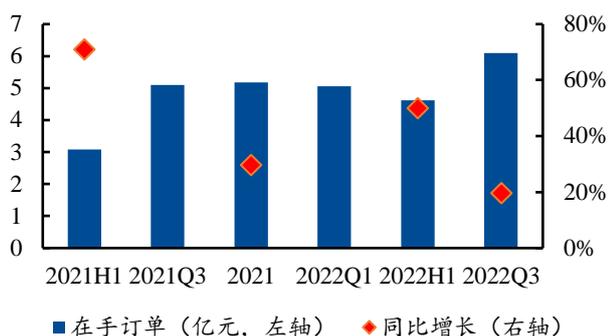
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 在手订单充裕，新研项目持续增长

**在手订单较为充足：**截至 2022 年 9 月末，公司在手订单（含口头订单）金额 6.1 亿元，同比增长 19.61%，相较 6 月末增长 32.03%。

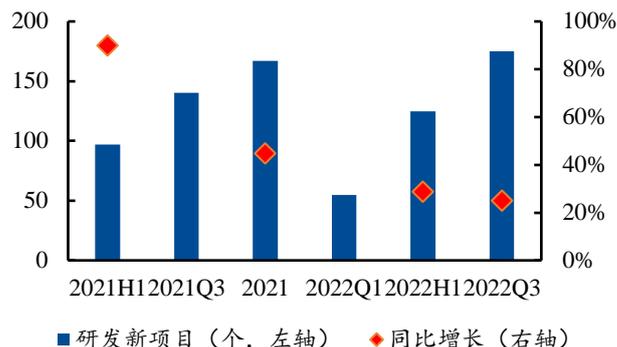
**研发力度持续加大：**截至 2022 年 9 月末，新研项目累计 175 个，同比增加 25.00%，相较 6 月末增长 40.00%。

图 7、2021H1-2022Q3 期末在手订单金额及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2021H1-2022Q3 期末研发新项目数量及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 推出第二期限限制性股票激励计划，深度绑定中层骨干

2022 年 10 月 24 日，公司发布《2022 年限制性股票激励计划（草案）》，推出第二期限限制性股票激励计划，拟向激励对象授予权益总计不超过 11.59 万股，约占激励计划草案公告时公司股本总额的 0.23%，股票来源为公司向激励对象定向发行公司 A 股普通股股票，股票授予价格为 60 元/股。本激励计划第二类限制性股票拟激励对象合计 25 人，约占公司 2022 年 9 月底在职员工总数 619 人的 4.04%，包括公司公告本激励计划时在本公司（含合并报表分、子公司）任职的中基层管理人员及技术骨干。

本次股权激励行权条件为：第一个归属期以公司 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 30%；第二个归属期以公司 2021 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 50%；第三个归属期以公司 2021 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 70%。对应 2023-2025 年净利润为 1.45 亿元、1.67 亿元和 1.90 亿元。

据公司测算，本次限制性股票激励计划 2022-2026 年需摊销成本分别为 43.35 万元、496.16 万元、334.05 万元、144.51 万元和 38.26 万元，需摊销总费用为 1054.32 万元。

表 2、2021、2022 年限制性股票激励计划预计摊销成本（万元）

授予权益数	需摊销的总	2021	2022	2023	2024	2025	2026

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	量(万股)	费用						
2022 年限制性股票激励计划	11.59	1054.32	-	41.35	496.16	334.05	144.51	38.26
2021 年限制性股票激励计划	104.77	8479.58	2636.79	3888.43	1511.85	422.52	-	-
<b>合计</b>	116.36	9533.9	2636.79	3929.78	2008.01	756.57	144.51	38.26

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 盈利预测与投资建议

我们调整盈利预测，预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 1.25/1.83/2.38 亿元，EPS 为 2.48/3.63/4.73 元/股，对应 PE 为 60.1/41.1/31.5 倍（2022.10.28），维持“审慎增持”评级。

### ● 风险提示

行业竞争加剧；新品研制进度不及预期；民品市场增长不及预期。

表 3、智明达分季度业绩对比 (单位:百万元、元、%)

主要数据	21-3Q	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	QOQ	2021-09	2022-09	YOY
营业收入	100	174	101	170	75	-25.4%	275	345	25.5%
营业成本	39	71	45	77	32	-17.1%	104	155	49.8%
毛利	61	103	55	92	42	-30.7%	172	190	10.8%
销售费用	8	10	8	5	8	-6.3%	20	21	3.5%
管理费用	12	20	12	9	10	-13.3%	28	31	9.4%
财务费用	0	-0	-0	-0	-0	-155.0%	2	-0	-113.6%
研发费用	27	31	27	28	32	16.9%	64	86	34.9%
资产减值	2	-2	-0	-2	-1	-181.9%	-0	-4	-
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	1	-2	-1	-3	-5	-526.8%	1	-9	-737.4%
营业利润	24	47	8	45	-11	-145.9%	73	42	-42.5%
利润总额	24	47	8	45	-11	-146.3%	73	42	-42.3%
归母净利润	23	43	9	41	-5	-122.1%	68	45	-34.7%
EPS	0.447	0.856	0.174	0.807	-0.099	-122.1%	1.352	0.883	-34.7%
销售费用率	8.1%	5.6%	8.1%	2.9%	10.2%	2.1%	7.2%	6.0%	-1.3%
管理费用率	12.0%	11.5%	11.4%	5.3%	14.0%	2.0%	10.3%	9.0%	-1.3%
财务费用率	0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	0.8%	-0.1%	-0.8%
研发费用率	27.1%	17.6%	26.5%	16.4%	42.5%	15.4%	23.2%	25.0%	1.7%
所得税率	4.4%	8.9%	-14.7%	9.8%	-54.3%	-58.6%	6.2%	-6.2%	-12.4%
毛利率	61.1%	59.1%	55.0%	54.4%	56.7%	-4.3%	62.4%	55.1%	-7.3%
净利率	22.5%	24.8%	8.7%	24.0%	-6.7%	-29.2%	24.8%	12.9%	-11.9%

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	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	936	1182	1450	1791
货币资金	169	286	377	498
交易性金融资产	90	73	79	77
应收票据及应收账款	421	540	670	854
预付款项	1	2	3	3
存货	238	268	308	344
其他	16	13	14	15
<b>非流动资产</b>	364	291	292	261
长期股权投资	175	116	136	129
固定资产	36	88	99	91
在建工程	129	64	32	16
无形资产	5	5	5	6
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	3	3	4	5
其他	17	14	15	15
<b>资产总计</b>	1300	1473	1742	2052
<b>流动负债</b>	393	462	576	679
短期借款	0	9	6	7
应付票据及应付账款	232	330	434	541
其他	160	123	135	131
<b>非流动负债</b>	21	10	-5	-18
长期借款	0	-10	-25	-38
其他	21	20	20	20
<b>负债合计</b>	414	471	571	661
股本	50	50	50	50
资本公积	529	529	529	529
未分配利润	277	383	543	749
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	887	1002	1172	1391
<b>负债及权益合计</b>	1300	1473	1742	2052

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	112	125	183	238
折旧和摊销	8	13	22	26
资产减值准备	2	-6	7	4
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	2	-14	-20	-18
投资损失	1	1	1	1
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-84	-90	-60	-125
<b>经营活动产生现金流量</b>	67	31	133	127
<b>投资活动产生现金流量</b>	-272	74	-28	6
<b>融资活动产生现金流量</b>	334	12	-15	-11
现金净变动	129	117	90	122
现金的期初余额	40	169	286	377
现金的期末余额	169	286	377	498

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	449	580	745	939
营业成本	175	271	346	436
税金及附加	4	5	6	8
销售费用	30	34	41	52
管理费用	48	52	62	78
研发费用	95	114	131	144
财务费用	2	-14	-20	-18
其他收益	27	23	24	24
投资收益	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	1	-2	-1	-1
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	120	136	199	259
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	120	136	199	259
所得税	9	11	16	21
<b>净利润</b>	112	125	183	238
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	112	125	183	238
<b>EPS(元)</b>	2.22	2.48	3.63	4.73

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	38.4%	29.0%	28.5%	26.0%
营业利润增长率	26.4%	13.3%	45.7%	30.4%
归母净利润增长率	30.3%	12.2%	46.2%	30.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	61.1%	53.2%	53.5%	53.6%
净利率	24.8%	21.6%	24.5%	25.4%
ROE	12.6%	12.5%	15.6%	17.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	31.8%	32.0%	32.8%	32.2%
流动比率	2.38	2.56	2.52	2.64
速动比率	1.77	1.97	1.98	2.13
<b>营运能力</b>				
资产周转率	47.3%	41.8%	46.3%	49.5%
应收帐款周转率	173.8%	174.2%	187.5%	185.8%
存货周转率	98.1%	105.6%	118.8%	131.9%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	2.22	2.48	3.63	4.73
每股经营现金	1.34	0.61	2.64	2.52
每股净资产	17.61	19.91	23.28	27.64
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	67.4	60.1	41.1	31.5
PB	8.5	7.5	6.4	5.4

## 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股市场以上证综指或深圳成指为基准，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%
		审慎增持	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](http://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