

增持 (维持)

高德红外 (002414)

研发人员大幅增长, 持续加强市场拓展

2023年04月24日

市场数据

日期	2023-04-21
收盘价(元)	11.40
总股本(百万股)	3,285.18
流通股本(百万股)	2,613.87
净资产(百万元)	7,072.26
总资产(百万元)	8,887.80
每股净资产(元)	2.15

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《高德红外点评: 机载新型号项目竞标胜出, 回购股份彰显长远发展信心》2022-10-15

《高德红外点评: 乘用车红外前装再获定点, 携手广汽埃安打造新生态》2022-09-04

《高德红外 2022 年一季报点评: 期间费率大幅降低, 业绩实现快速增长》2022-04-21

《高德红外 2021 年报点评: 弹药收入增幅显著, 合同金额高速增长》2022-04-09

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 25.29 亿元, 同比下降 27.75%; 实现归母净利润 5.02 亿元, 同比下降 54.82% (业绩预告下降区间为 50.00%-60.00%); 扣非后归母净利润 4.48 亿元, 同比下降 57.76%。基本每股收益 0.15 元/股, 同比下降 68.05%; 加权平均净资产收益率 6.94%, 同比下降 10.52pct。
- 2022 年, 公司红外热成像仪实现营业收入 22.25 亿元, 同比下降 14.92%, 占总营收比例 87.99%, 同比增长 13.27pct; 毛利率 51.27%, 同比下降 13.63pct; 传统弹药及信息化弹药实现营业收入 2.64 亿元, 同比下降 67.18%; 占总营收比例 10.42%, 同比下降 12.52pct; 毛利率 18.65%, 同比下降 8.09pct。
- **研发投入持续增长, 研发人员大幅增长:** 2022 年, 公司整体毛利率为 46.71%, 同比下降 9.22pct; 归母净利率为 19.85%, 同比下降 11.89pct。公司期间费用总额 6.55 亿元, 同比下降 1.78%; 期间费用占营收的 25.90%, 同比增长 6.85pct。研发费用 4.13 亿元, 同比增长 11.34%; 占营业收入的 16.33%, 同比增长 5.73pct。公司员工总数 4225 人, 同比增长 10.31%; 研发人员 1532 人, 同比大幅增长 51.98%, 占员工总数的 36.26%, 同比增长 9.94pct。
- **子公司汉丹机电、高芯科技营收、业绩同比下降, 智感科技营收、业绩双增:** 2022 年, 汉丹机电实现营收 2.67 亿元, 同比下降 67.13%; 净利润 0.02 亿元, 同比下降 98.74%; 净利率 0.60%, 同比下降 15.04pct。高芯科技实现营收 8.23 亿元, 同比下降 23.17%; 净利润 3.28 亿元, 同比下降 49.60%; 净利率 39.90%, 同比下降 20.93pct。智感科技实现营收 6.07 亿元, 同比增长 5.09%; 净利润 1.35 亿元, 同比增长 6.99%; 净利率 22.28%, 同比增长 0.40pct。
- **持续推进批量供货:** 据公司 2022 年 12 月 23 日公告, 公司及全资子公司汉丹机电与客户集中签订了多个型号项目合同, 合同金额为 1.16 亿元, 占公司 2021 年营业总收入的 3.32%。其中, 母公司向客户一交付某型号项目红外热像仪产品, 合同金额为 6166.33 万元; 汉丹机电向客户二交付防暴和地爆系列型号产品, 合同金额为 5436 万元。2022 年公司重要合同合计金额 3.85 亿元, 占公司 2022 年营业总收入的 15.22%。
- 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 7.20/9.05/11.13 亿元, EPS 分别为 0.17/0.21/0.26 元/股, 对应 4 月 21 日收盘价 PE 为 66.9/53.2/43.3 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 产品交付进度不及预期, 新产品研发不及预期, 行业竞争加剧。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2529	3450	4300	5250
同比增长	-27.7%	36.4%	24.6%	22.1%
归母净利润(百万元)	502	720	905	1113
同比增长	-54.8%	43.5%	25.7%	23.0%
毛利率	46.7%	49.1%	49.2%	49.5%
ROE	7.1%	9.8%	11.6%	13.1%
每股收益(元)	0.12	0.17	0.21	0.26
市盈率	95.9	66.9	53.2	43.3

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 年年报：实现营收 25.29 亿元，同比下降 27.75%；实现归母净利润 5.02 亿元，同比下降 54.82%（业绩预告下降区间为 50.00%-60.00%）；扣非后归母净利润 4.48 亿元，同比下降 57.76%。基本每股收益 0.15 元/股，同比下降 68.05%；加权平均净资产收益率 6.94%，同比下降 10.52pct。
- 2022 年利润分配方案：以 32.85 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 1.30 元（含税），共计分配利润 4.27 亿元，占归母净利润比例的 85.08%；同时以资本公积转增股本，每 10 股转增 3 股，不送红股，公司剩余未分配利润将全部结转至下一年度。

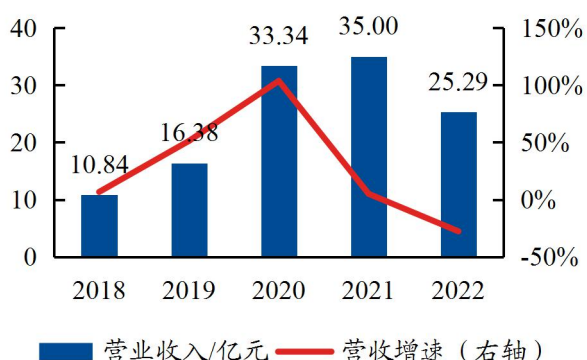
点评

● 采购计划变动、产品调价及增值税政策致公司营收、业绩下降

2022 年，实现营收 25.29 亿元，同比下降 27.75%；实现归母净利润 5.02 亿元，同比下降 54.82%；扣非后归母净利润 4.48 亿元，同比下降 57.76%，主要系受采购计划变动、产品价格调整及增值税政策影响所致。

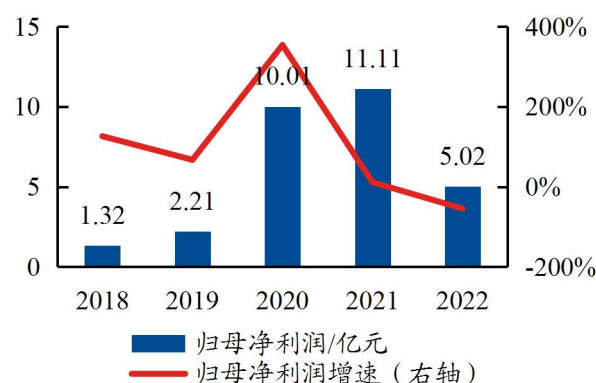
分季度看，公司 2022 年四个季度分别实现营收 7.42 亿元（同比+12.95%，本段下同）、4.90 亿元（-58.87%）、4.89 亿元（-18.09%）、8.08 亿元（-23.42%）；公司 2022 年四个季度分别实现归母净利润 3.12 亿元（+30.62%）、0.65 亿元（-85.65%）、1.50 亿元（-33.31%）、-0.25 亿元（同比下降 2.17 亿元）。

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	77.32	4.51	13.53%	1.59	15.88%
	Q2	69.75	7.25	21.76%	3.59	35.90%
	Q3	63.12	7.60	22.80%	2.78	27.76%
	Q4	45.75	13.97	41.91%	2.05	20.46%
2021	Q1	56.95	6.56	18.76%	2.39	21.47%
	Q2	57.75	11.91	34.03%	4.56	41.04%
	Q3	57.70	5.97	17.07%	2.25	20.24%
	Q4	52.22	10.55	30.14%	1.92	17.25%
2022	Q1	57.03	7.42	29.33%	3.12	62.07%
	Q2	47.85	4.90	19.37%	0.65	13.04%
	Q3	57.05	4.89	19.35%	1.50	29.88%
	Q4	30.27	8.08	31.95%	-0.25	-4.99%

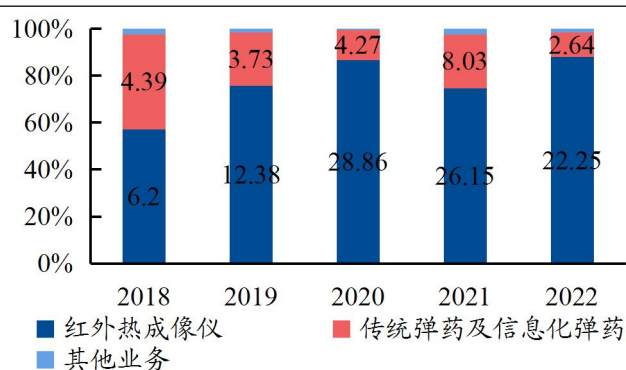
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

● 主营业务短期承压

公司业务涵盖了红外焦平面探测器芯片、红外热像整机及以红外热成像为核心的综合光电系统、完整装备系统总体、传统非致命性弹药及信息化弹药四大业务板块。

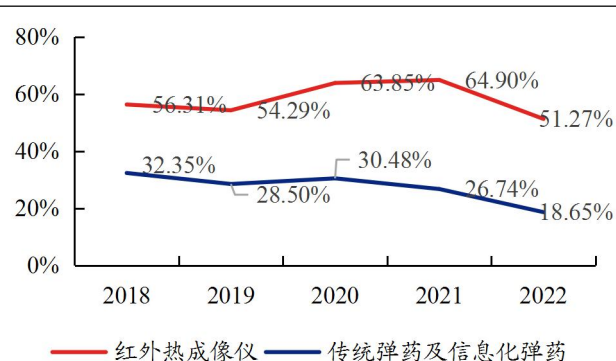
分产品看，2022 年，公司红外热成像仪实现营业收入 22.25 亿元，同比下降 14.92%；占总营收比例 87.99%，同比增长 13.27pct；毛利率 51.27%，同比下降 13.63pct。传统弹药及信息化弹药实现营业收入 2.64 亿元，同比下降 67.18%；占总营收比例 10.42%，同比下降 12.52pct；毛利率 18.65%，同比下降 8.09pct。

图 3、2018-2022 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、2018-2022 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

● 持续加强市场拓展

面向型号项目类产品：1) 在高性能探测器的高端红外光电系统领域，公司成功研制了 1K 大面阵长波制冷红外、1K 大面阵中波制冷红外探测器，并以技术比测第一名的成绩中标某高性能红外探测器重大专项。2) 在光电吊舱领域，公司首次参与某机载光电吊舱项目竞标即分别取得第一名和第二名的好成绩。3) 在完整装备系统总体领域，公司某型号产品在小批量测试过程中取得了优异成绩，为后续批量合同签署奠定了良好基础，2023 年年初，公司承接两个升级总体项目的科研试制工作，未来公司型号项目业务比重将逐步向完整装备系统总体倾斜。4) 在出口领域，公司已完成多款型号系统产品的外贸出口立项审批，与具有相关出口权的 JM 公司形成了战略合作关系，完整装备系统总体已实现批量交付。

面向民用产品：1) 公司非公开发行募投项目“新一代自主红外芯片产业化项目”“晶圆级封装红外探测器芯片研发及产业化项目”及“面向新基建领域的红外温度传感器扩产项目”建设完成，有助于提升公司红外核心器件的产能及民用标准化模组产能，进一步降本增效。2) 在户外夜视领域，公司针对海外户开发出低照度、多传感器融合等全新系列手持夜视瞄准镜，针对国内市场推出单目、双目手持红外望远镜。3) 在乘用车领域，公司先后斩获东风猛士、广汽埃安两大主机厂前装定点项目，开发基于车规级要求的车载红外夜视辅助驾驶系统，前装多个项目进展顺利。此外，公司与国内外多家自动驾驶企业、专业算法公司开展合作，自主研发的儿童防遗落安全系统已应用在多个车企，并推进远红外摄像头和智能座舱与车厂的适配开发工作。

● 研发人员大幅增长

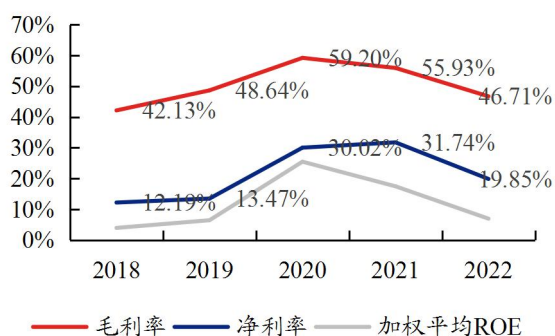
2022 年，公司整体毛利率为 46.71%，同比下降 9.22pct；归母净利率为 19.85%，同比下降 11.89pct；加权平均 ROE 为 6.94%，同比下降 10.52pct。

分季度看，公司 2022 年四个季度毛利率分别为 57.03% (同比+0.08pct, 环比+4.81pct, 下同)、47.85% (-9.9pct, -9.18pct)、57.05% (-0.65pct, +9.20pct)、30.27% (-21.95pct, -26.78pct)；四个季度归母净利率分别为 42.05% (+5.62pct, +23.85pct)、13.27% (-25.02pct, -28.78pct)、30.67% (-7.01pct, +17.41pct)、-3.09% (-21.29pct, -33.77pct)。

2022 年，公司期间费用总额 6.55 亿元，同比下降 1.78%，期间费用占营收的 25.90%，同比增长 6.85pct；其中，销售费用 0.97 亿元，同比增长 10.42%，占营业收入的 3.83%，同比增长 1.32pct，主要是出口收入增长，导致出口代理费增长所致；管理费用 2.05 亿元，同比下降 3.55%，占营业收入的 8.09%，同比增长 2.03pct；财务费用 -0.59 亿元，2021 年为 -0.04 亿元，同比下降 0.55 亿元，主要是购买大额存单产生的利息收入以及汇兑收益增长所致；研发费用 4.13 亿元，同比增长 11.34%，占营业收入的 16.33%，同比增长 5.73pct，主要是公司研发项目增多，研发人员工资及设备折旧增长所致。2022 年，公司员工总数 4225 人，同比增长 10.31%；研

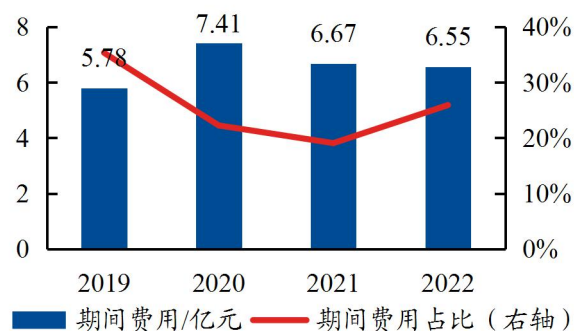
发人员 1532 人，同比大幅增长 51.98%；占员工总数的 36.26%，同比增长 9.94pct。

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

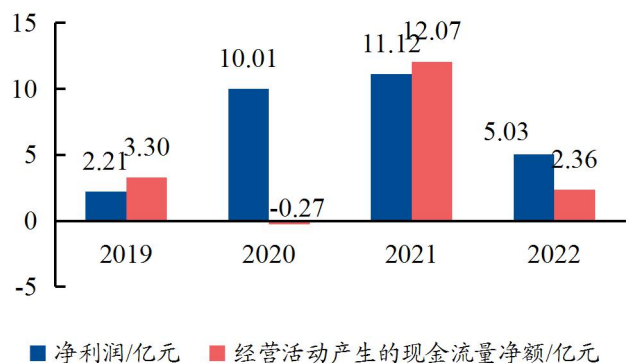
图 6、2019-2022 年公司期间费用（亿元）及期间费用占营收比例



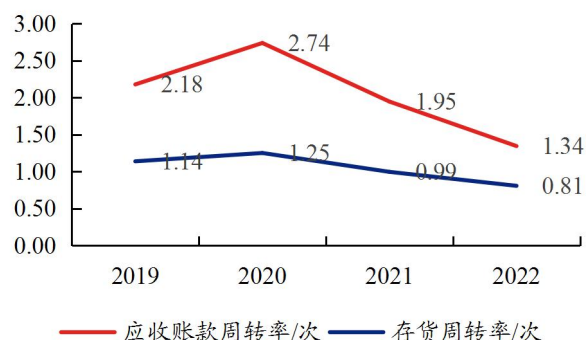
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 经营活动产生的现金流净额下降

2022 年，公司经营活动产生的现金流净额 2.36 亿元，同比下降 80.41%，主要是公司销售规模下降和购买商品、接受劳务支付的现金下降所致；投资活动现金流量净额-0.25 亿元，2021 年为-8.82 亿元，2022 年同比增长 8.57 亿元，主要是本年结构性存款赎回金额大于购买金额，而上年同期为购买金额大于赎回金额所致；筹资活动现金流量净额-4.58 亿元，2021 年为 12.09 亿元，2022 年同比下降 16.67 亿元，主要是本年现金分红较上年增长、员工持股计划导致资金净流出、上年有非公开发行股票募集资金而本年无所致。

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、应收账款和应收款项融资合计 19.55 亿元，同比下降 6.33%，其中应收账款 18.34 亿元，同比下降 4.95%；应收账款周转率 1.34 次，同比下降 0.60 次；应收票据 1.17 亿元，同比下降 19.90%；应收款项融资 0.04 亿元，同比下降 67.53%。存货 16.88 亿元，同比增长 1.94%；存货周转率 0.81 次，同比下降 0.19 次。

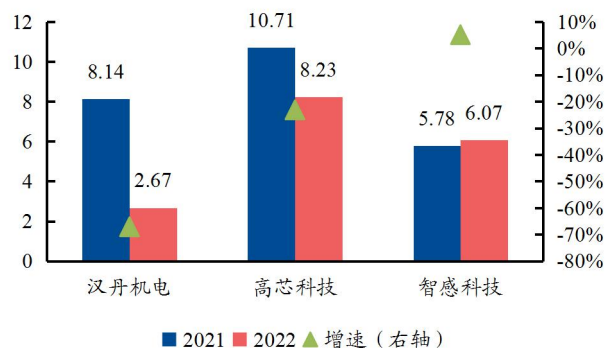
● **子公司汉丹机电、高芯科技营收、业绩同比下降，智感科技营收、业绩双增**

公司全资子公司汉丹机电主要从事非致命性弹药、地爆装备、炮兵子母弹、引信等产品的研发、生产。2022 年，汉丹机电新增获批的 dd 发动机总装资质，已承担公司 DD 发动机总体及其他同行各类大小发动机的批产任务，全年实现营收 2.67 亿元，同比下降 67.13%；净利润 0.02 亿元，同比下降 98.74%；净利率 0.60%，同比下降 15.04pct。

高芯科技致力于为全球用户提供专业的非制冷和制冷红外探测器、热成像模组、红外机芯组件以及整套红外热成像及红外测温应用解决方案。2022 年，高芯科技入选国家工业和信息化部评定的国家级专精特新“小巨人”企业，全年实现营收 8.23 亿元，同比下降 23.17%；净利润 3.28 亿元，同比下降 49.60%；净利率 39.90%，同比下降 20.93pct。

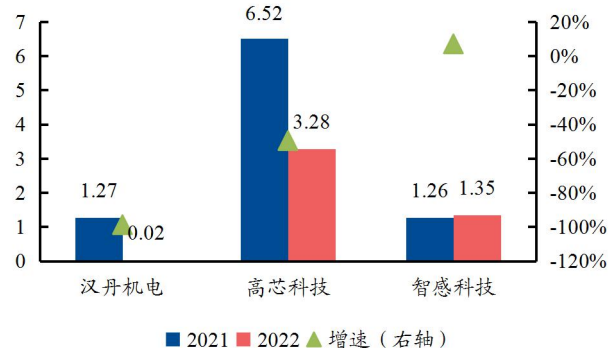
2022 年，智感科技入选湖北省专精特新“小巨人”企业，全年实现营收 6.07 亿元，同比增长 5.09%；净利润 1.35 亿元，同比增长 6.99%；净利率 22.28%，同比增长 0.40pct。

图 9、2021-2022 年主要子公司营收（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 10、2021-2022 年主要子公司净利润（亿元）及增速



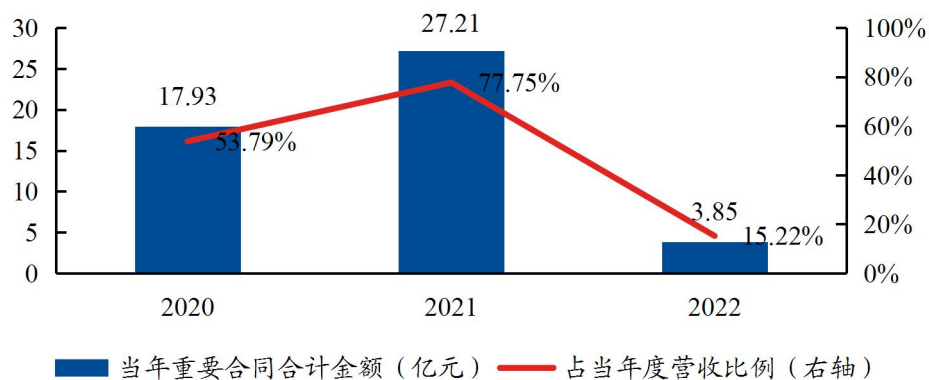
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 持续推进批量供货

据公司 2022 年 12 月 23 日公告，公司及全资子公司汉丹机电与客户集中签订了多个型号项目合同，合同金额为 1.16 亿元，占公司 2021 年营业总收入的 3.32%。其中，母公司向客户一交付某型号项目红外热像仪产品，合同金额为 6166.33 万元；汉丹机电向客户二交付防暴和地爆系列型号产品，合同金额为 5436 万元。

据公司公开披露的日常经营合同，2022 年公司重要合同合计金额 3.85 亿元，占公司 2022 年营业总收入的 15.22%；2021 年公司重要合同合计金额 27.21 亿元，占公司 2021 年营业总收入的 77.75%。

图 11、公司当年重要合同总金额（亿元）及占当年度营收比



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

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 7.20/9.05/11.13 亿元，EPS 分别为 0.17/0.21/0.26 元/股，对应 4 月 21 日收盘价 PE 为 66.9/53.2/43.3 倍，维持“增持”评级。

● 风险提示

产品交付进度不及预期，新产品研发不及预期，行业竞争加剧。

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	1055	742	490	489	808	-23.4%	3500	2529	-27.7%
营业成本	504	319	255	210	563	11.8%	1542	1348	-12.6%
毛利	551	423	234	279	245	-55.6%	1957	1181	-39.7%
销售费用	36	11	13	25	48	34.5%	88	97	10.4%
管理费用	80	43	46	49	66	-17.1%	212	205	-3.6%
财务费用	-0	-14	-8	-2	-34	-	-4	-59	-
研发费用	134	95	123	116	79	-40.8%	371	413	11.3%
资产减值	-61	0	0	0	-41	-	-61	-41	-
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	2	2	1	2	0	-100.0%	11	4	-60.6%
营业利润	203	364	67	158	-16	-107.7%	1165	573	-50.8%
利润总额	202	364	66	157	-15	-107.6%	1157	572	-50.5%
归母净利润	192	312	65	150	-25	-113.1%	1111	502	-54.8%
EPS	0.058	0.095	0.020	0.046	-0.008	-113.1%	0.338	0.153	-54.8%
销售费用率	3.4%	1.4%	2.7%	5.1%	6.0%	2.6%	2.5%	3.8%	1.3%
管理费用率	7.5%	5.8%	9.4%	10.1%	8.2%	0.6%	6.1%	8.1%	2.0%
财务费用率	0.0%	-1.9%	-1.7%	-0.4%	-4.3%	-4.2%	-0.1%	-2.3%	-2.2%
研发费用率	12.7%	12.8%	25.1%	23.8%	9.8%	-2.9%	10.6%	16.3%	5.7%
所得税率	5.0%	14.4%	0.6%	4.4%	-61.5%	-66.6%	3.9%	12.1%	8.1%
毛利率	52.2%	57.0%	47.9%	57.1%	30.3%	-22.0%	55.9%	46.7%	-9.2%
归母净利率	18.2%	42.0%	13.4%	30.6%	-3.1%	-21.3%	31.7%	19.9%	-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	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6215	7388	8666	9992
货币资金	2239	2320	2293	2302
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1952	2574	3245	3947
预付款项	163	184	241	288
存货	1688	2140	2700	3258
其他	173	169	187	197
非流动资产	2673	2533	2348	2166
长期股权投资	4	3	3	3
固定资产	1139	1199	1155	1060
在建工程	360	180	90	45
无形资产	415	367	323	278
商誉	278	278	278	278
长期待摊费用	26	26	27	28
其他	451	481	471	474
资产总计	8888	9921	11014	12159
流动负债	1536	2350	2971	3442
短期借款	530	1086	1613	1918
应付票据及应付账款	423	568	699	853
其他	583	697	659	671
非流动负债	228	198	187	168
长期借款	0	-25	-38	-56
其他	228	223	225	224
负债合计	1764	2548	3158	3610
股本	3285	4224	4224	4224
资本公积	1739	754	754	754
未分配利润	1697	1877	2216	2730
少数股东权益	51	52	53	55
股东权益合计	7123	7373	7856	8548
负债及权益合计	8888	9921	11014	12159

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	502	720	905	1113
折旧和摊销	156	164	178	184
资产减值准备	41	159	193	194
资产处置损失	-0	-1	-1	-1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	-33	4	35
投资损失	-4	-2	-3	-3
少数股东损益	1	1	1	1
营运资金的变动	-451	-1071	-1380	-1354
经营活动产生现金流量	236	7	-125	177
投资活动产生现金流量	-25	-18	12	2
融资活动产生现金流量	-458	92	87	-170
现金净变动	-244	81	-27	9
现金的期初余额	2481	2239	2320	2293
现金的期末余额	2238	2320	2293	2302

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2529	3450	4300	5250
营业成本	1348	1755	2183	2653
税金及附加	19	25	31	38
销售费用	97	121	152	210
管理费用	205	250	310	378
研发费用	413	454	522	601
财务费用	-59	-33	4	35
其他收益	74	7	7	7
投资收益	4	2	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	28	-20	-30	-30
资产减值损失	-41	-47	-47	-48
资产处置收益	0	1	1	1
营业利润	573	821	1031	1267
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	572	820	1030	1266
所得税	69	98	124	152
净利润	503	721	906	1115
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	502	720	905	1113
BPS (元)	0.12	0.17	0.21	0.26

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-27.7%	36.4%	24.6%	22.1%
营业利润增长率	-50.8%	43.1%	25.6%	23.0%
归母净利润增长率	-54.8%	43.5%	25.7%	23.0%
盈利能力				
毛利率	46.7%	49.1%	49.2%	49.5%
归母净利率	19.9%	20.9%	21.0%	21.2%
ROE	7.1%	9.8%	11.6%	13.1%
偿债能力				
资产负债率	19.9%	25.7%	28.7%	29.7%
流动比率	4.05	3.14	2.92	2.90
速动比率	2.78	2.10	1.87	1.82
营运能力				
资产周转率	27.9%	36.7%	41.1%	45.3%
应收帐款周转率	114.9%	138.7%	134.5%	132.8%
存货周转率	70.3%	79.7%	78.5%	77.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.12	0.17	0.21	0.26
每股经营现金	0.06	0.00	-0.03	0.04
每股净资产	1.67	1.73	1.85	2.01
估值比率(倍)				
PE	95.9	66.9	53.2	43.3
PB	6.8	6.6	6.2	5.7

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：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