

买入 (维持)

2382.HK 舜宇光学科技

港股通 (沪、深)

目标价: 245.9 港元

现价: 219.0 港元

手机业务高端化渗透, 车载业务打开成长空间

2021年01月21日

预期升幅: 12.3%

## 主要财务指标 (人民币)

## 市场数据

日期	2021-1-20
收盘价 (港元)	219.00
总股本 (百万股)	1,097
总市值 (亿港元)	2,402
净资产 (百万元)	13,696
总资产 (百万元)	31,083
每股净资产 (元)	12.30

数据来源: Wind

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	37,849	42,842	50,961	59,157
同比增长	46.0%	13.2%	19.0%	16.1%
归母净利润 (百万元)	3,991	4,438	6,031	7,114
同比增长	60.2%	11.2%	35.9%	18.0%
毛利率	20.5%	20.7%	22.4%	22.6%
净利率	10.6%	10.4%	11.9%	12.1%
净资产收益率	31.8%	28.3%	30.3%	28.6%
基本每股收益 (元)	3.65	4.06	5.51	6.50
每股经营现金流 (元)	3.40	5.82	5.95	7.25

数据来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院

## 相关报告

- 《光电产品稳健, 下半年迎来增长长期》-2020.08.18
- 《毛利率改善超预期, 新产品持续推进》-2020.03.17
- 《营收利润稳健增长, 产能目标上修》-2019.08.15
- 《出货量增速乐观, 毛利率有望改善》-2019.03.25
- 《业绩受多因素影响, 期待下半年新品发力》-2018.08.17
- 《光学应用科技加速, 竞争优势地位增强》-2018.06.22
- 《双巨头结盟, 共同开拓 3D 感测蓝海》-2017.11.08

## 海外 TMT 研究

分析师:

洪嘉骏

hongjiajun@xyzq.com.cn

SFC: BPL829

联系人:

李佳勋

lijiaxun@xyzq.com.cn

SAC: S0190120070139

## 投资要点

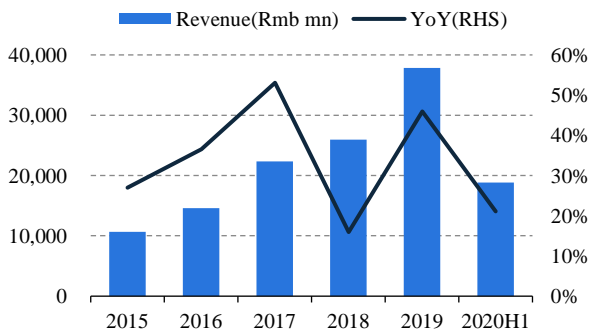
- **手机镜头坐二望一, 21 年产能扩张下产品结构有望逐步优化。**公司手机镜头业务仅次于行业龙头大立光, 截至 20 年底公司产能 160kk/月, 全年出货 15.3 亿颗 (YoY+13.9%), 超公司指引 (YoY+10%), 我们判断三星/小米/Vivo/OPPO 占比大致约为 30%/20%/15%/15%。我们预计 20 年降规趋势下 ASP 或高个位数下滑至约 3.8 元, 21 年手机光学升级恢复下 (64MP+ 及 7P 渗透提升) ASP 有望重回 4 元。我们判断明年公司将进一步扩充产能, 并且优化产品结构 (21 年公司 7P 良率提升下有望放量, ASP 约 3-3.5 美金, 6P ASP 约 1-2.5 美金); 同时公司有望成为北美大客户核心产品的镜头供应商, 其出货镜头有望比相同规格安卓 ASP 提升 20-30%。我们预估公司目前手机镜头毛利率在 30-35% 区间, 未来有望进一步提升。
- **公司作为车载镜头龙头有望充分受益“自动驾驶+新能源车”渗透提升, 或打开盈利及估值成长空间。**公司位居全球车载镜头市占第一, 份额高达 34%。20 年出货 5600 万颗 (YoY+12%), 超公司指引 (YoY+5%), 主要供货汽车电子厂商如麦格纳、大陆、松下和法里奥等。我们预计 21 年出货有望达到高十位数增长, 同时 ASP 有望突破 40 元。我们认为公司车载业务有望受益单车镜头搭载数增长 (1-2 颗升至 8 颗以上) 及规格提升 (2MP 升级到 8MP)。同时公司 8MP 车载镜头已完成研发并获得量产订单。我们预估公司目前车载镜头毛利率在 40% 以上, 并有望持续提升。
- **手机摄像模组高端份额有望持续提升, 车载模组或逐步放量。**公司位居全球手机摄像模组市占第一, 截至 20 年底公司产能 75kk/月, 20 年出货 5.9 亿颗 (YoY+9.7%), 公司指引 (YoY+10%)。我们判断小米/华为/Vivo/OPPO/三星占比大致约为 25%/20%/15%/15%/5%, 未来增量或来自三星高端份额及荣耀新进份额。同时公司通过子公司为森进行车载模组出货, 8MP 前视车载模组亦已完成研发, 与造车新势力厂紧密合作, 模组出货或逐步放量。
- **投资建议: 上调目标价 59% 至 245.9 港元, 维持“买入”评级。**公司手机镜头持续抢占大立光高端份额, 同时车载业务充分受益单车摄像头搭载量增长及规格提升, 有望打开公司盈利和估值空间。我们预计公司 20/21 年收入达到 428/510 亿元, 同比增长 13.2%/19.0%, 归母净利润 44/60 亿元, 同比增长 11.2%/35.9%。我们上调目标价至 245.9 港元 (40x 2021PE), 维持“买入”评级。

风险提示: 1) 手机光学升级不及预期; 2) 车载镜头搭载量提升不及预期。

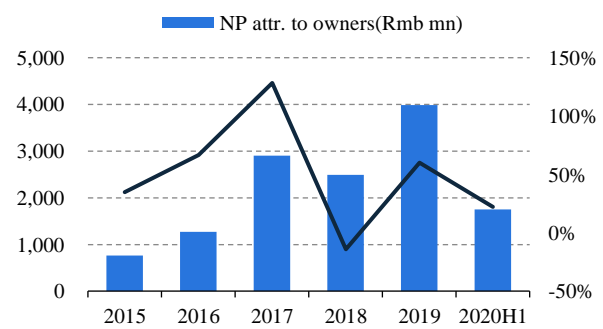
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

**报告正文:**

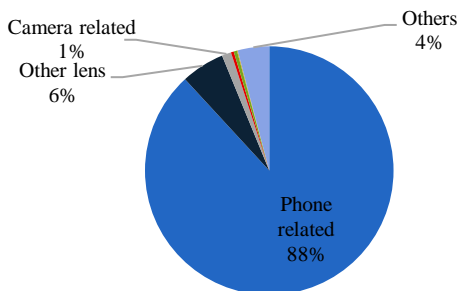
**手机镜头坐二望一，21年产能扩张下产品结构有望逐步优化。**公司手机镜头业务仅次于行业龙头大立光，截至20年底公司产能160kk/月，全年出货15.3亿颗(YoY+13.9%)，超公司指引(YoY+10%)，我们判断三星/小米/Vivo/OPPO占比大致约为30%/20%/15%/15%。我们预计20年降规趋势下ASP或高个位数下滑至约3.8元，21年手机光学升级恢复下(64MP+及7P渗透提升)ASP有望重回4元。我们判断明年公司将进一步扩充产能，并且优化产品结构(21年公司7P良率提升下有望放量，ASP约3-3.5美金，6P ASP约1-2.5美金)；同时公司有望成为北美大客户核心产品的镜头供应商，其出货镜头有望比相同规格安卓ASP提升20-30%。我们预估公司目前手机镜头毛利率在30-35%区间，未来有望进一步提升。

**图1、舜宇光学科技的营收**

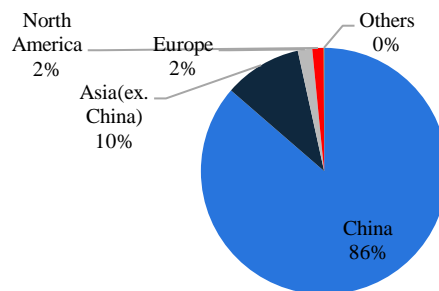
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**图2、舜宇光学科技的归母净利润**

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**图3、舜宇光学科技的收入结构按产品（20H1）**

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

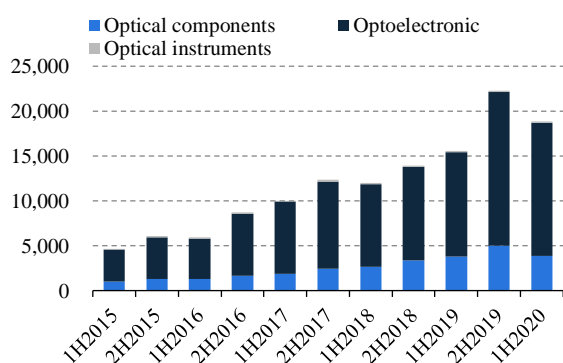
**图4、舜宇光学科技的收入结构按地区（20H1）**

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**公司作为车载镜头龙头有望充分受益“自动驾驶+新能源车”渗透提升，或打开盈利及估值成长空间。**公司位居全球车载镜头市占第一，份额高达34%。20年出货5600万颗(YoY+12%)，超公司指引(YoY+5%)，主要供货汽车电子厂商如麦格纳、大陆、松下和法里奥等。我们预计21年出货有望达到高十位数增长，同时ASP有望突破40元。我们认为公司车载业务有望受益单车镜头搭载数增长(1-2颗升至8颗以上)及规格提升(2MP升级到8MP)。同时公司8MP车载镜头已完成研发并获得量产订单。我们预估公司目前车载镜头毛利率在40%以上，并有望持续提升。

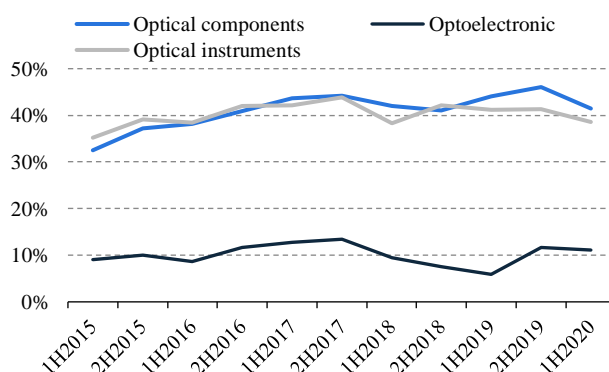
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图5、舜宇光学科技的分部收入(人民币百万元)



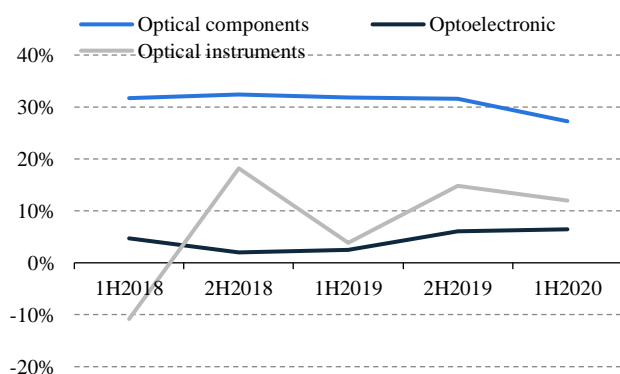
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图6、舜宇光学科技的分部毛利率



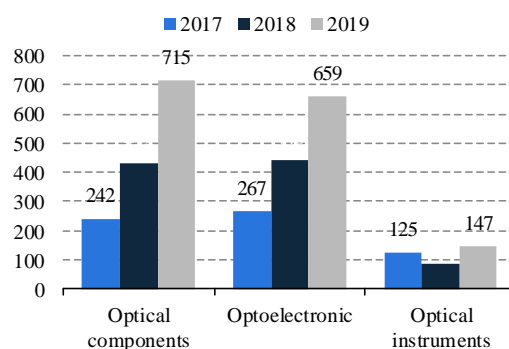
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图7、舜宇光学科技的分部税前利润率



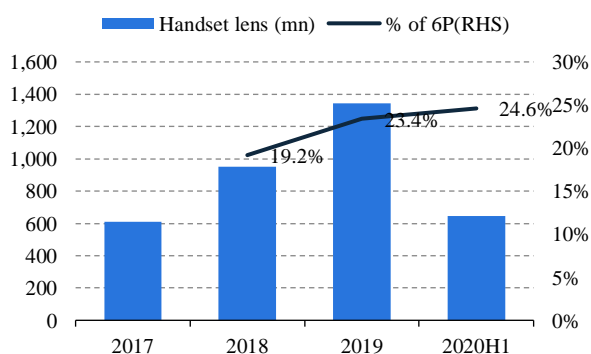
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图8、舜宇光学科技的分部专利数量(个)



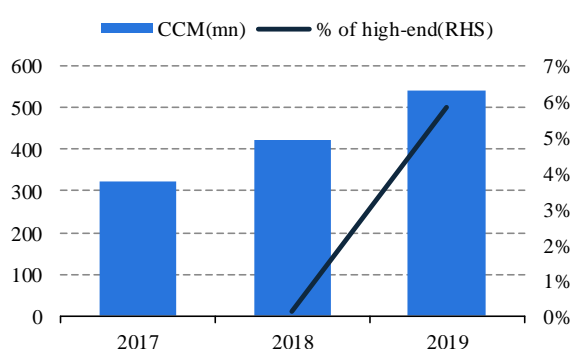
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图9、舜宇光学科技手机镜头出货量及6P以上占比



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图10、舜宇光学科技CCM出货量及高端模组占比

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理  
\*高端指潜望模组和1/1.7"以上的大像面模组

手机摄像模组高端份额有望持续提升,车载模组或逐步放量。公司位居全球手机摄像模组市占第一,截至20年底公司产能75kk/月,20年出货5.9亿颗(YoY+9.7%),公司指引(YoY+10%)。我们判断小米/华为/Vivo/OPPO/三星占比大致约为25%/20%/15%/15%/5%,未来增量或来自三星高端份额及荣耀新进份额。同时公司通过子公司为森进行车载模组出货,8MP前视车载模组亦已完成研发,与造车新势力厂紧密合作,模组出货或逐步放量。

表1、光学零件分部的盈利预测

Optical components (000, rmb)	2017A Dec-17	2018A Dec-18	2019A Dec-19	2020E Dec-20	2021E Dec-21	2022E Dec-22
<b>Segment total revenue</b>	<b>5,281,039</b>	<b>7,559,248</b>	<b>10,893,593</b>	<b>11,640,527</b>	<b>14,174,052</b>	<b>16,592,800</b>
YoY	52.3%	43.1%	44.1%	6.9%	21.8%	17.1%
External sales	4,301,727	6,022,754	8,815,380	9,557,264	11,637,374	13,623,247
YoY	45.5%	40.0%	46.4%	8.4%	21.8%	17.1%
Intenal sales	979,312	1,536,494	2,078,213	2,083,263	2,536,678	2,969,553
YoY	91.5%	56.9%	35.3%	0.2%	21.8%	17.1%
% of total	<b>18.5%</b>	<b>20.3%</b>	<b>19.1%</b>	<b>17.9%</b>	<b>17.9%</b>	<b>17.9%</b>
<b>Handset lens revenue (incl. internal)</b>	<b>2,432,296</b>	<b>3,430,496</b>	<b>5,818,576</b>	<b>5,852,976</b>	<b>7,162,040</b>	<b>8,391,488</b>
YoY	60.3%	41.0%	69.6%	0.6%	22.4%	17.2%
Shipment	608,074	950,888	1,343,173	1,529,753	1,759,216	1,935,138
YoY	60.3%	56.4%	41.3%	13.9%	15.0%	10.0%
Capacity		120KK/M	150KK/M	160KK/M		
ASP	4.0	3.6	4.3	3.8	4.1	4.3
YoY	0%	-10%	20%	-12%	6%	7%
<b>Vehicle lens revenue</b>	<b>1,341,975</b>	<b>1,555,911</b>	<b>1,892,435</b>	<b>2,107,351</b>	<b>2,963,792</b>	<b>3,829,235</b>
YoY	53.1%	15.9%	21.6%	11.4%	40.6%	29.2%
Shipment	31,891	39,949	50,102	56,106	72,938	91,172
YoY	41.0%	25.3%	25.4%	12.0%	30.0%	25.0%
Capacity		4.2KK/M	5KK/M	6KK/M		
ASP	42.1	38.9	37.8	37.6	40.6	42.0
<b>Others</b>	<b>1,506,768</b>	<b>2,572,841</b>	<b>3,182,582</b>	<b>3,680,200</b>	<b>4,048,220</b>	<b>4,372,078</b>
YoY	40.4%	70.8%	23.7%	15.6%	10.0%	8.0%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院预测

表2、光电产品分部的盈利预测

Optoelectronic (000, rmb)	2017A Dec-17	2018A Dec-18	2019A Dec-19	2020E Dec-20	2021E Dec-21	2022E Dec-22
<b>Segment total revenue</b>	<b>17,780,799</b>	<b>19,622,694</b>	<b>28,769,748</b>	<b>33,062,250</b>	<b>39,142,224</b>	<b>45,345,822</b>
YoY	55.8%	10.4%	46.6%	14.9%	18.4%	15.8%
External sales	17,771,025	19,609,171	28,748,410	32,962,120	38,946,513	45,119,092
YoY	55.8%	10.3%	46.6%	14.7%	18.2%	15.8%
Intenal sales	9,774	13,523	21,338	100,130	195,711	226,729
YoY	16.6%	38.4%	57.8%	369.3%	95.5%	15.8%
% of total	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.5%
<b>Total shipment</b>	<b>332,797</b>	<b>433,455</b>	<b>589,699</b>	<b>633,808</b>	<b>730,923</b>	<b>785,101</b>
YoY	21.3%	30.2%	36.0%	7.5%	15.3%	7.4%
CCM shipment	324,831	423,331	540,493	592,932	681,872	729,603
YoY	20.4%	30.3%	27.7%	9.7%	15.0%	7.0%
Capacity (in single module)		65KK/M	75KK/M	75KK/M		
Other products	7,966	10,124	49,206	40,876	49,051	55,498
YoY	75.6%	27.1%	386.0%	-16.9%	20.0%	13.1%
ASP	53	45	48.8	48.5	53.6	57.8

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院预测

表3、光学仪器分部的盈利预测

Optical instruments (000, rmb)	2017A Dec-17	2018A Dec-18	2019A Dec-19	2020E Dec-20	2021E Dec-21	2022E Dec-22
<b>Segment total revenue</b>	<b>326,361</b>	<b>330,922</b>	<b>400,568</b>	<b>440,893</b>	<b>515,677</b>	<b>567,244</b>
YoY	28.1%	1.4%	21.0%	10.1%	17.0%	10.0%
External sales	293,500	299,927	284,914	322,278	376,942	414,636
YoY	16.0%	2.2%	-5.0%	13.1%	17.0%	10.0%
Intenal sales	32,861	30,995	115,654	118,616	138,735	152,608
YoY	1691.8%	-5.7%	273.1%	2.6%	17.0%	10.0%
% of total	10.1%	9.4%	28.9%	26.9%	26.9%	26.9%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院预测

**投资建议:** 上调目标价 59%至 245.9 港元, 维持“买入”评级。公司手机镜头持续抢占大立光高端份额, 同时车载业务充分受益单车摄像头搭载量增长及规格提升, 有望打开公司盈利和估值空间。我们预计公司 20/21 年收入达到 428/510 亿元, 同比增长 13.2%/19.0%, 归母净利润 44/60 亿元, 同比增长 11.2%/35.9%。我们上调目标价至 245.9 港元 (40x 2021PE), 维持“买入”评级。

**风险提示:** 1) 手机光学升级不及预期; 2) 车载镜头搭载量提升不及预期。

## 附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产</b>	<b>22,446</b>	<b>25,160</b>	<b>29,911</b>	<b>35,817</b>	
货币资金	1,917	3,485	5,371	8,292	
交易性金融资产	5,676	5,676	5,676	5,676	
应收账款	9,514	10,710	12,740	14,789	
存货	5,146	5,096	5,931	6,868	
其他	193	193	193	193	
<b>非流动资产</b>	<b>8,247</b>	<b>9,637</b>	<b>11,198</b>	<b>12,528</b>	
固定资产	6,567	7,957	9,518	10,848	
无形资产	824	824	824	824	
预付租金	0	0	0	0	
长期股权投资	1	1	1	1	
可供出售投资	0	0	0	0	
其他	855	855	855	855	
<b>资产总计</b>	<b>30,693</b>	<b>34,797</b>	<b>41,109</b>	<b>48,345</b>	
<b>流动负债</b>	<b>12,630</b>	<b>13,629</b>	<b>15,718</b>	<b>17,974</b>	
短期借款	1,119	1,419	1,719	2,020	
应付账款	9,627	10,192	11,862	13,735	
其他	1,884	2,018	2,138	2,219	
<b>非流动负债</b>	<b>5,336</b>	<b>5,336</b>	<b>5,336</b>	<b>5,336</b>	
长期借款	4,156	4,156	4,156	4,156	
其他	1,180	1,180	1,180	1,180	
<b>负债合计</b>	<b>17,967</b>	<b>18,965</b>	<b>21,054</b>	<b>23,310</b>	
股本	105	105	105	105	
储备	12,448	15,555	19,777	24,757	
归母权益	12,553	15,660	19,882	24,862	
少数股东权益	173	173	173	173	
<b>股东权益合计</b>	<b>12,726</b>	<b>15,833</b>	<b>20,055</b>	<b>25,035</b>	
<b>负债及权益合计</b>	<b>30,693</b>	<b>34,797</b>	<b>41,109</b>	<b>48,345</b>	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
净利润	3,991	4,438	6,031	7,114	
折旧和摊销	1,202	1,547	1,558	1,853	
营运资金变动	-1,708	-449	-1,075	-1,031	
其他	236	831	0	0	
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>3,721</b>	<b>6,368</b>	<b>6,515</b>	<b>7,936</b>	
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-3,712</b>	<b>-3,029</b>	<b>-3,120</b>	<b>-3,182</b>	
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-1,086</b>	<b>-1,031</b>	<b>-1,509</b>	<b>-1,833</b>	
现金净变动	-1,077	2,308	1,886	2,921	
现金的期初余额	2,254	1,177	3,485	5,371	
现金的期末余额	1,177	3,485	5,371	8,292	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>营业收入</b>	<b>37,849</b>	<b>42,842</b>	<b>50,961</b>	<b>59,157</b>	
营业成本	30,098	33,972	39,538	45,784	
<b>毛利</b>	<b>7,751</b>	<b>8,869</b>	<b>11,422</b>	<b>13,373</b>	
销售费用	-279	-343	-408	-473	
研发支出	-2,209	-2,570	-3,058	-3,549	
管理费用	-650	-754	-898	-1,024	
财务费用	-250	-263	-276	-290	
其他	188	199	198	198	
<b>税前利润</b>	<b>4,550</b>	<b>5,137</b>	<b>6,981</b>	<b>8,235</b>	
所得税	-531	-668	-908	-1,071	
净利润	4,019	4,470	6,074	7,164	
少数股东损益	28	31	42	50	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,991</b>	<b>4,438</b>	<b>6,031</b>	<b>7,114</b>	
<b>EPS(元)</b>	<b>3.65</b>	<b>4.06</b>	<b>5.51</b>	<b>6.50</b>	

## 主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	46.0%	13.2%	19.0%	16.1%
营业利润增长率	58.7%	12.8%	35.7%	18.0%
净利润增长率	60.2%	11.2%	35.9%	18.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	20.5%	20.7%	22.4%	22.6%
净利率	10.6%	10.4%	11.9%	12.1%
ROE	31.8%	28.3%	30.3%	28.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	58.5%	54.5%	51.2%	48.2%
流动比率	1.78	1.85	1.90	1.99
速动比率	1.37	1.47	1.53	1.61
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	1.23	1.23	1.24	1.22
应收帐款周转率	3.98	4.00	4.00	4.00
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	3.65	4.06	5.51	6.50
每股经营现金	3.40	5.82	5.95	7.25
每股净资产	11.47	14.31	18.17	22.72
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	36.5	32.9	24.2	20.5
PB	11.6	9.3	7.3	5.9

## 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注册为证券分析师，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.xyqz.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。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

## 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。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）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。