

买入 (维持)

02382.HK 舜宇光学科技

港股通 (沪、深)

目标价: 113 港元

现价: 93.95 港元

营收利润稳健增长, 产能目标上修

2019年08月15日

预期升幅: 20.3%

主要财务指标 (人民币)

市场数据

日期	2019-8-14
收盘价 (港元)	93.95
总股本 (百万股)	1,097
总市值 (百万港元)	103,063
净资产 (百万元)	9,992
总资产 (百万元)	25,488
每股净资产 (元)	9.11

数据来源: Wind

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	25,932	33,911	38,776	44,299
同比增长	15.9%	30.8%	14.3%	14.2%
归母净利润 (百万元)	2,491	3,457	4,676	5,334
同比增长	-14.2%	38.8%	35.3%	14.1%
毛利率	18.9%	19.1%	20.9%	21.0%
净利率	9.7%	10.2%	12.1%	12.1%
净资产收益率	27.0%	29.2%	31.0%	28.3%
基本每股收益 (元)	2.28	3.15	4.26	4.86
每股经营现金流 (元)	3.25	3.25	5.15	5.73

数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院

相关报告

《出货量增速乐观, 毛利率有望改善》-2018.03.25
《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
《布局最全面的手机光学龙头, 引领行业升级节奏》-2017.09.13
《产品结构持续高端化, 毛利率显著提升》-2017.08.17

海外 TMT 研究

分析师:

张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

洪嘉骏

hongjiajun@xyzq.com.cn

SAC: S0190519080002

曹萌

caomeng@xyzq.com.cn

SAC: S0190118070147

投资要点

- **1H19 收入增长 30%, 利润增长 20.4%**。上半年收入 156 亿元 (人民币, 下同) (+30%), 净利润 14.3 亿元 (+20.4%); 毛利率 18.4%, 净利率 9.2%。其中光学零件外销收入 37.7 亿元 (+42.1%), 毛利率 44.1% (+2.1ppts); 光电产品外销收入 116.8 亿元 (+27.1%), 毛利率 5.9% (yoy-3.5ppts, hoh-1.6ppts)。
- **手机镜头结构高端化, 全年出货指引上修**。上半年手机镜头出货量约 5.5 亿颗 (+37.8%), 公司上调全年出货量增速指引至 30% (前期: 25%~30%), 年末的目标产能由此前的 140KK/M 上修至 150KK/M。根据我们的估算, 公司上半年手机镜头 ASP 约 4.9 元, 去年同期约 4.1 元。上半年, 公司完实现了 16MP 超大广角 (120°)、超小头部 (2.65mm)、7P 超大光圈 (F1.4) 及 16MP 超薄镜头的量产。
- **摄像模组产能计划上修, 期待毛利率下半年改善**。上半年摄像模组出货 2.2 亿颗 (+20.7%), 公司维持全年出货量增速指引 20%~25%, 到年末目标产能从年初的 65KK/M 上修至 75KK/M。光电业务上半年毛利率仅 5.9% (yoy-3.5ppts, hoh-1.6ppts), 低于我们此前的预期 7.6%。管理层维持了此前的解释: 1) 新品爬坡良率不佳; 2) 产线调整和自动化导入影响到效率。下半年随着新产品良率的爬坡, 产线改造和自动化基本进入正轨, 预计毛利率环比显著改善。
- **车载产品取得多方面进展**。车载镜头方面, 公司应用于 ADAS 的 2MP+ 车载镜头进入批量供应阶段, 车载激光雷达的光学零部件也实现了小批量交付。车载模组方面, 应用于 ADAS 的 8MP 前视模组 (首个项目) 完成研发, 得到了客户的高度认可。
- **投资建议: 维持目标价 113 港元, 维持“买入”评级**。我们认为在短期, 模组在新品良率爬坡带动下毛利率有望改善; 在中期, 公司受益于 2020 年的 5G 换机需求; 在长期, 自动驾驶及 VR/AR 的需求值得期待。我们预计公司 2019/2020/2021 年的收入达到 339/388/443 亿元, 同比增长 30.8%/14.3%/14.2%, 归母净利润 34.6/46.8/53.3 亿元, 同比增长 38.8%/35.3%/14.1%。维持目标价 113 港元, 对应于 2019/20/21 年 PE 为 32/24/21 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 1) 国内手机出货量持续下滑; 2) 模组业务毛利率改善具有不确定性; 3) 车载模组产品良率未知。



2019 年上半年业绩发布: 上半年收入 156 亿元 (人民币, 下同) (+30%), 净利润 14.3 亿元 (+20.4%); 毛利率 18.4%, 净利润率 9.2%。1) **光学零件**外销收入 37.7 亿元 (+42.1%), 总收入 47.6 亿元 (+42.4%), 分部利润 (税前口径, 下同) 15.2 亿元 (+42.7%); 毛利率 44.1% (+2.1ppts), 分部利润率 31.8% (+0.0ppts)。2) **光电产品**外销收入 116.8 亿元 (+27.1%), 总收入 118.1 亿元 (+28.4%), 分部利润 4.2 亿元 (-32.1%); 毛利率 5.9% (yoy-3.5ppts, hoh-1.6ppts), 分部利润率 2.5% (yoy-2.1ppts, hoh+0.5ppts)。3) **光学仪器**外销收入 1.2 亿元 (-27.0%), 总收入 1.6 亿元 (-15.0%), 分部利润 610 万元 (同比扭亏); 毛利率 41.2% (+2.9pct), 分部利润率 3.8% (+14.6ppts)。

● 光学零件

手机镜头结构高端化, 全年出货指引上修。 上半年手机镜头出货量约 5.5 亿颗 (+37.8%), 公司上调全年出货量增速指引至 30% (前期: 25%~30%), 到年末目标产能从年初的 140KK/M 上修至 150KK/M。根据我们的估算, 公司上半年手机镜头 ASP 约 4.9 元, 去年同期约 4.1 元。手机镜头方面, 公司上半年完成了 64MP 大像面(1/1.7 寸)及超微距(3cm)手机镜头的研发, 实现了 16MP 超大广角(120°)、超小头部(2.65mm)、7P 超大光圈(F1.4)及 16MP 超薄镜头的量产。

车载镜头稳健增长, 新产品小批量交付。 上半年车载镜头出货量 2247 万颗 (+24.8%), 公司维持全年出货量增速指引 25%。公司应用于 ADAS 的 2MP+车载镜头进入批量供应阶段, 车载激光雷达的光学零部件也实现了小批量交付。随着 ADAS 的发展, 车载镜头的长期增长潜力乐观。

表1、光学零件分部的盈利预测

光学零件(千/千元人民币)	1H2018A	2H2018A	2018A	1H2019A	2H2019E	2019E	2020E	2021E
光学零件总收入	3,344,117	4,215,131	7,559,248	4,761,920	5,927,605	10,689,525	12,451,399	14,260,123
YoY	46.2%	40.8%	43.1%	42.4%	40.6%	41.4%	16.5%	14.5%
外部销售	2,656,250	3,366,504	6,022,754	3,773,696	4,697,471	8,471,167	9,867,405	11,300,771
YoY	40.1%	39.9%	40.0%	42.1%	39.5%	40.7%	16.5%	14.5%
内部销售	687,867	848,627	1,536,494	988,224	1,230,134	2,218,358	2,583,994	2,959,352
YoY	75.7%	44.4%	56.9%	43.7%	45.0%	44.4%	16.5%	14.5%
内销占比	20.6%	20.1%	20.3%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%
手机镜头收入(内销+外销)	1,666,645	1,966,299	3,632,944	2,689,273	3,163,294	5,852,567	6,722,851	7,544,644
YoY			49.4%			61.1%	14.9%	12.2%
出货量	401,705	549,183	950,888	553,734	702,954	1,256,688	1,493,967	1,676,588
YoY	53.6%	58.5%	56.4%	37.8%	28%	32.2%	18.9%	12.2%
期末目标产能			120KK/M			150KK/M		
ASP	4.1	3.6	3.8	4.9	4.5	4.7	4.5	4.5
YoY			17.1%					
车载镜头收入	718,581	837,330	1,555,911	934,495	1,141,084	2,075,579	2,552,962	3,063,555
YoY			15.9%			33.4%	23.0%	20.0%
出货量	18,001	21,948	39,949	22,468	27,435	49,903	61,381	73,657
YoY	17.9%	32.0%	25.3%	24.8%	25%	24.9%	23.0%	20.0%
期末目标产能			4.2KK/M			5KK/M		
ASP	39.9	38.2	38.9	41.6	41.6	41.6	41.6	41.6
YoY								
其他光学零件收入	958,891	1,411,502	2,370,393	1,138,152	1,623,227	2,761,379	3,175,586	3,651,924
YoY	50.1%	62.6%	57.3%	18.7%	15%	16.5%	15.0%	15.0%
光学零件毛利	1,404,529	1,732,559	3,137,088	2,100,007	2,548,870	4,648,877	5,354,102	6,131,853
毛利率(含内销)	42.0%	41.1%	41.5%	44.1%	43.0%	43.5%	43.0%	43.0%

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院预测

● 光电产品

摄像模组产能计划上修,其他光电产品增速亮眼。上半年摄像模组出货 2.2 亿颗(+20.7%),公司维持全年出货量增速指引 20%~25%,到年末目标产能从年初的 65KK/M 上修至 75KK/M。其他光电产品出货 2200 万颗(+417%),主要由于结构光和 ToF 模组的规模出货。公司 5 倍光学变焦潜望式产品、超大光圈模组(F1.4)实现了量产,其中超大光圈模组应用了自家的镜头。产线技术上,OLA 产线制程完成了研发,半导体超薄封装技术(IOM)完成了研发。车载产品上,应用于 ADAS 的 8MP 前视模组完成研发,得到了客户的高度认可。

毛利率低于预期,下半年有望改善。光电业务上半年毛利率仅 5.9%(yoy-3.5ppts, hoh-1.6ppts),低于我们此前的预期 7.6%。光电毛利率连续 3 个半年度下滑,管理层维持了此前的解释:1)新品爬坡良率不佳;2)产线调整和自动化导入影响到效率。下半年随着新产品良率的爬坡,产线改造和自动化基本进入正轨,预计毛利率环比显著改善。

表2、光电产品分部的盈利预测

光电产品(千/千元人民币)	1H2018A	2H2018A	2018A	1H2019A	2H2019E	2019E	2020E	2021E
光电产品总收入	9,192,238	10,430,456	19,622,694	11,806,034	13,575,659	25,381,693	28,870,948	32,978,596
YoY	14.6%	6.8%	10.4%	28.4%	30.2%	29.3%	13.7%	14.2%
外部销售	9,186,943	10,422,228	19,609,171	11,679,501	13,430,159	25,109,660	28,561,520	32,625,142
YoY	14.6%	6.8%	10.3%	27.1%	28.9%	28.1%	13.7%	14.2%
内部销售	5,295	8,228	13,523	126,533	145,499	272,032	309,429	353,453
YoY	2.4%	78.7%	38.4%	2289.7%	1668.3%	1911.6%	13.7%	14.2%
内销占比	0.1%	0.1%	0.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
光电产品总出货量	182,543	250,912	433,455	237,159	301,681	538,840	620,262	679,406
YoY	16.3%	42.7%	30.2%	29.9%	20.2%	24.3%	15.1%	9.5%
手机摄像模组出货量	178,288	245,043	423,331	215,160	294,052	509,212	583,227	634,962
YoY	16.3%	42.9%	30.3%	20.7%	20.0%	20.3%	14.5%	8.9%
期末目标产能(以单摄计)			65KK/M			75KK/M		
其他光电产品出货量	4,255	5,869	10,124	21,999	7,630	29,629	37,036	44,443
YoY	18.2%	34.5%	27.1%	417.0%	30%	192.7%	25.0%	20.0%
ASP	50	42	45	50	45	47	47	49
光电产品毛利	864,070	784,236	1,648,306	696,556	950,296	1,646,852	2,572,498	2,968,074
毛利率(含内销)	9.4%	7.5%	8.4%	5.9%	7.0%	6.5%	8.9%	9.0%

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院预测

● 光学仪器

研发上再次取得进展。上半年,公司实现了国内首套物联显微互动教学系统完成研发,十人共览显微镜完成研发,病理切片扫描影像分析系统完成研发。其中,病理切片扫描影像分析系统是和徕卡合作研发的。

表3、光学仪器分部的盈利预测

光学仪器(千/千元人民币)	1H2018A	2H2018A	2018A	1H2019A	2H2019E	2019E	2020E	2021E
光学仪器总收入	141,811	189,111	330,922	160,733	275,269	436,002	458,909	492,827
YoY	-28.3%	33.4%	1.4%	-15.0%	71.3%	31.8%	5.3%	7.4%
外部销售	133,161	166,766	299,927	121,721	208,458	330,179	347,526	373,211
YoY	-22.1%	-2.5%	2.2%	-27.0%	25.0%	10.1%	5.3%	7.4%
内部销售	8,650	22,345	30,995	39,012	66,811	105,823	111,383	119,616
YoY	-67.6%	-16.3%	-5.7%	74.6%	71.3%	241.4%	5.3%	7.4%
内销占比	6.1%	11.8%	9.4%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%
光学仪器毛利	54,314	79,710	134,023	66,222	113,411	179,633	189,071	203,045
毛利率(含内销)	38.3%	42.1%	40.5%	41.2%	41.2%	41.2%	41.2%	41.2%

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院预测

● 我们的观点

投资建议:维持目标价 113 港元,维持“买入”评级。我们认为在短期,模组在新品良率爬坡带动下毛利率有望改善;在中期,公司受益于 2020 年的 5G 换机需求;在长期,自动驾驶及 VR/AR 的需求值得期待。我们预计公司 2019/2020/2021 年的收入达到 339/388/443 亿元,同比增长 30.8%/14.3%/14.2%,归母净利润 34.6/46.8/53.3 亿元,同比增长 38.8%/35.3%/14.1%。维持目标价 113 港元,对应于

2019/20/21 年 PE 为 32/24/21 倍，维持“买入”评级。

风险提示：1) 国内手机出货量持续下滑；2) 模组业务毛利率改善具有不确定性；
3) 车载模组产品良率未知。

附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	16,768	20,249	23,175	26,541	
货币资金	2,254	2,460	3,686	5,021	
交易性金融资产	4,799	4,799	4,799	4,799	
应收账款	6,244	8,478	9,694	11,075	
存货	3,074	4,115	4,599	5,249	
其他	397	397	397	397	
非流动资产	6,084	7,926	9,679	11,723	
固定资产	4,523	6,355	8,109	10,152	
无形资产	454	454	454	454	
预付租金	349	349	349	349	
长期股权投资	101	101	101	101	
可供出售投资	0	0	0	0	
其他	658	667	667	667	
资产总计	6,084	28,175	32,855	38,265	
流动负债	8,677	11,408	12,815	14,491	
短期借款	1,482	1,782	2,082	2,382	
应付账款	6,044	8,231	9,198	10,499	
其他	1,151	1,395	1,534	1,610	
非流动负债	4,887	4,887	4,887	4,887	
长期借款	4,080	4,080	4,080	4,080	
其他	807	807	807	807	
负债合计	13,564	16,295	17,702	19,377	
股本	105	105	105	105	
储备	9,129	11,722	14,995	18,728	
归母权益	9,234	11,827	15,100	18,834	
少数股东权益	54	54	54	54	
股东权益合计	9,288	11,881	15,154	18,888	
负债及权益合计	22,852	28,176	32,855	38,265	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2020A	
净利润	2,491	3,457	4,676	5,334	
折旧和摊销	771	1,185	1,566	1,608	
营运资金变动	-428	-844	-594	-655	
其他	734	-230	0	0	
经营活动产生现金流量	3,568	3,568	5,648	6,287	
投资活动产生现金流量	-5,499	-2,798	-3,320	-3,652	
融资活动产生现金流量	2,957	-564	-1,103	-1,300	
现金净变动	1,027	206	1,226	1,335	
现金的期初余额	1,227	2,254	2,460	3,686	
现金的期末余额	2,254	2,460	3,686	5,021	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	25,932	33,911	38,776	44,299	
营业成本	-21,019	-27,436	-30,661	-34,996	
毛利	4,913	6,475	8,116	9,303	
销售费用	-210	-285	-310	-354	
研发支出	-1,362	-1,831	-1,939	-2,215	
管理费用	-434	-499	-574	-660	
财务费用	-202	-212	-223	-234	
其他	146	378	375	372	
税前利润	2,851	4,026	5,445	6,212	
所得税	-339	-564	-762	-870	
净利润	2,513	3,462	4,683	5,342	
少数股东损益	22	5	7	8	
归属母公司净利润	2,491	3,457	4,676	5,334	
EPS(元)	2.28	3.15	4.26	4.86	

主要财务比率					
会计年度	2018E	2019E	2020E	2020E	
成长性					
营业收入增长率	15.9%	30.8%	14.3%	14.2%	
营业利润增长率	-4.4%	32.8%	37.1%	14.8%	
净利润增长率	-14.2%	38.8%	35.3%	14.1%	
盈利能力					
毛利率	18.9%	19.1%	20.9%	21.0%	
净利率	9.7%	10.2%	12.1%	12.1%	
ROE	27.0%	29.2%	31.0%	28.3%	
偿债能力					
资产负债率	59.4%	57.8%	53.9%	50.6%	
流动比率	1.93	1.77	1.81	1.83	
速动比率	1.58	1.41	1.45	1.47	
营运能力(次)					
资产周转率	1.13	1.20	1.18	1.16	
应收帐款周转率	4.15	4.00	4.00	4.00	
每股资料(元)					
每股收益	2.28	3.15	4.26	4.86	
每股经营现金	3.25	3.25	5.15	5.73	
每股净资产	8.42	10.78	13.77	17.17	
估值比率(倍)					
PE	37.1	26.7	19.8	17.3	
PB	10.0	7.8	6.1	4.9	

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.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。

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、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券(控股)有限公司、百应租赁控股有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美(控股)有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司和旷世控股有限公司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。