

深耕 3c 设备二十余年，布局半导体新能源 ——赛腾股份(603283.SH)公司首次覆盖报告

增持|首次评级

报告要点:

● 深耕消费电子设备，外延并购布局半导体及新能源板块

赛腾股份主要从事智能制造装备的研发、设计、生产、销售及技术服务，为客户实现智能化生产提供系统解决方案，在消费电子、半导体、新能源等智能组装及检测方面具有较强的竞争优势和自主创新能力，2024H1 公司实现营收 16.31 亿元，同比增长 16.21%；归母净利润 1.54 亿元，同比增长 48.87%。

● 消费电子设备：深度绑定苹果产业链，新品落地拉动相关设备需求

公司深度绑定苹果产业链，历年营收占比均超 50%。苹果 iPhone 15 系列配备 USB-C 新接口和潜望式摄像头，首推 Apple Vision Pro，开启空间计算时代，随着新品的推出和放量，新一轮消费电子设备需求可期。

● 半导体设备：半导体市场增长可期，公司切入量检测设备领域

根据 WSTS 预测，2024 年全球半导体市场预计规模达 6110 亿美元，同比增长 16%，市场空间广阔。公司通过收购日本 Optima 切入高端半导体量/检测设备领域，成为 Sumco、三星、协鑫、奕斯伟、中环半导体等境内外知名晶圆厂商晶圆检测量测设备供应商。

● 新能源设备：新能源汽车及光伏行业持续放量，公司设备有望受益

新能源汽车持续快速放量，GGII 预计 2030 年中国动力电池出货量达 2230GWh；光伏市场空间广阔，CPIA 预计 2024 年全球/全国光伏装机预期达 507/260GW，相关设备需求强劲，公司有望充分受益。

● 投资建议与盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司营收和归母净利分别为 52.64/63.58/73.79 亿元和 8.11/9.72/11.66 亿元，对应 EPS 为 4.05/4.85/5.82 元/股，按照最新股价测算，对应 PE 估值分别为 13/11/9 倍，首次覆盖给予公司“增持”的投资评级。

● 风险提示

苹果新产品不及预期的风险；半导体设备拓展不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；商誉减值的风险；汇率波动的风险；技术人员流失的风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2929.78	4446.16	5263.64	6357.58	7379.41
收入同比(%)	26.36	51.76	18.39	20.78	16.07
归母净利润(百万元)	306.99	686.80	811.33	972.33	1165.50
归母净利润同比(%)	71.17	123.72	18.13	19.84	19.87
ROE(%)	18.29	31.53	25.44	24.37	23.28
每股收益(元)	1.53	3.43	4.05	4.85	5.82
市盈率(P/E)	34.55	15.44	13.07	10.91	9.10

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价：53.09 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价(元)：90.54 / 42.38

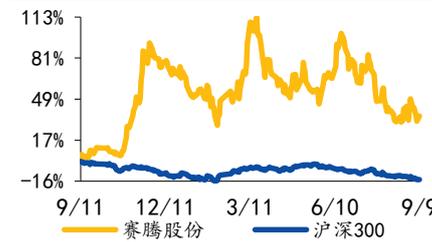
A 股流通股(百万股)：190.09

A 股总股本(百万股)：200.32

流通市值(百万元)：10954.69

总市值(百万元)：11544.22

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 龚斯闻

执业证书编号 S0020522110002

电话 021-51097188

邮箱 gongsiwen@gyzq.com.cn

分析师 楼珈利

执业证书编号 S0020524040002

电话 021-51097188

邮箱 loujiali@gyzq.com.cn

目 录

1.深耕消费电子设备，积极开拓新兴领域	3
1.1 消费电子设备供应商，外延并购布局半导体及新能源板块	3
1.2 公司业绩持续增长，盈利能力显著改善	4
2.盈利预测及投资建议	6
2.1 盈利预测	6
2.2 投资评级	7
3.风险提示	9

图表目录

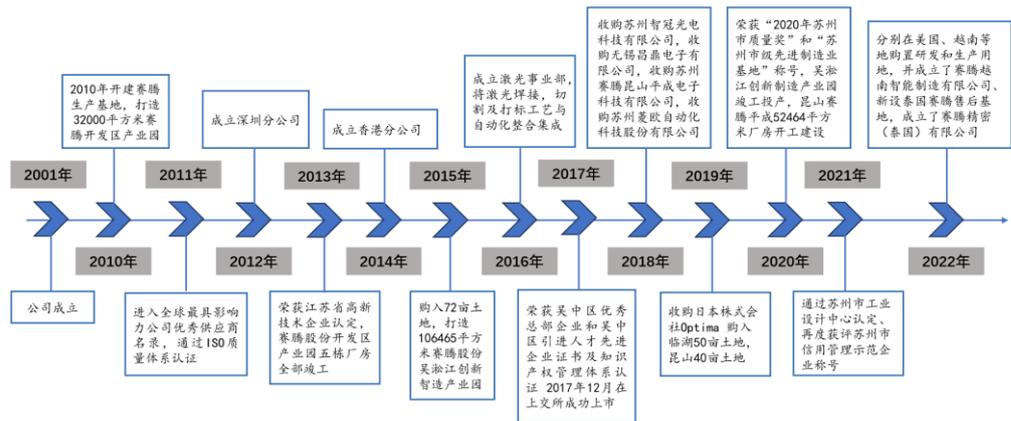
图 1：公司发展历程	3
图 2：公司营业收入高速增长	4
图 3：公司净利润快速提升	4
图 4：公司分产品营收占比	5
图 5：公司分地区营收占比	5
图 6：公司盈利能力持续改善	5
图 7：期间费用率整体下降	5
表 1：公司分业务收入及毛利率预测	7
表 2：可比公司估值情况	8

1. 深耕消费电子设备，积极开拓新兴领域

1.1 消费电子设备供应商，外延并购布局半导体及新能源板块

深耕消费电子设备 20 余年，通过并购整合布局至新能源汽车及半导体等赛道。赛腾成立于 2001 年，在 2011 年成为苹果合格供应商后便进入快车道发展，并于 2017 年成功上市。赛腾主要从事智能制造装备的研发、设计、生产、销售及技术服务，为客户实现智能化生产提供系统解决方案，主要产品包括智能组装设备、智能检测设备及治具类产品，广泛应用于消费电子、半导体、新能源等行业。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

外延并购布局半导体及新能源汽车等赛道，业务版图不断扩张。赛腾在上市后通过并购横向扩张，持续拓展应用领域。1) 2018 年公司收购昆山平成（现更名为赛腾平成），拓展载治具类产品，巩固主业优势，提供一站式智能制造解决方案；2) 2018 年公司收购菱欧科技（现更名为赛腾菱欧），切入汽车零部件智能装备行业，进一步加强在汽车行业智能装备领域的布局；3) 2018 年公司收购无锡昌鼎，加强公司在半导体封测段设备的实力；4) 2019 年公司收购日本 Optima 株式会社，正式进入高端半导体检测装备领域，进一步打开成长空间。

深度绑定苹果产业链，有望受益于果链的景气复苏和新品量产。赛腾自 2011 年通过苹果公司合格供应商认证后，逐步拓展并稳固与苹果公司的合作领域及合作关系。赛腾 2012 年开始与苹果公司合作，主要提供自动化设备、治具类产品及相关技术服务，后续逐步拓展至智能手表、手机、笔记本及无线耳机等应用领域，双方的合作关系愈发紧密。截至目前，赛腾应用于苹果公司终端品牌产品生产所实现的收入占营业收入的比例均超过 50%，深度绑定，未来有望充分受益于苹果产业链的复苏与新品的量产。

2019 年收购 Optima，进入高端半导体检测设备领域。赛腾于 2019 年以现金方式收购 Kemet Japan 株式会社持有的日本 Optima 株式会社 67.53% 股份，Optima 是全球领先的硅片、晶圆外观缺陷检测设备龙头，拳头产品包括 RXW-1200、RXM-1200、BMW-1200(R)、AXM-1200 四大类，覆盖边缘、背面、正面等缺陷检测。Optima

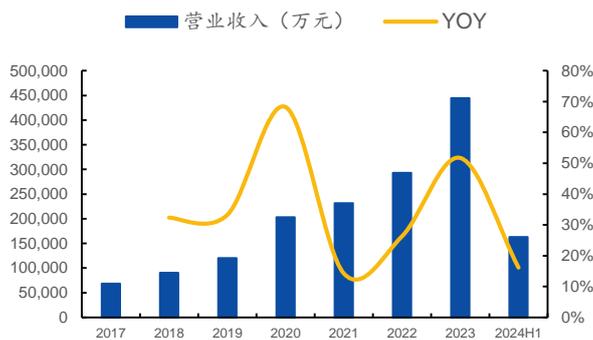
客户资源优质丰富，可与赛腾实现产业协同，目前赛腾在半导体板块拥有 sumco、sksiltron、samsung、奕斯伟、中环半导体、金瑞泓等优质客户，且合作深度持续拓展。

外延并购菱欧科技，切入汽车自动化产线与动力电池生产设备赛道。2018 年赛腾收购菱欧科技，更名为赛腾菱欧，主要负责汽车板块与动力电池板块业务，目前已成功进入日系龙头厂商供应链，与日本电产、索尼（村田新能源）等优质客户建立长期稳定的合作，其中日本电产主要产品为马达，村田新能源为全球知名电池厂商。着眼未来，随着动力电池的持续放量，叠加动力电池设备品类的拓展及绑定龙头客户的优势，赛腾在新能源汽车行业有望迎来增长机遇。

1.2 公司业绩持续增长，盈利能力显著改善

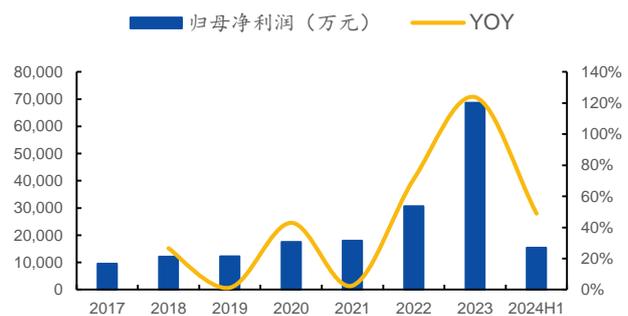
赛腾营收持续增长，利润维持高速增长。2023 年赛腾实现营收 44.46 亿元，同比增长 51.76%，2018-2023 年 CAGR 为 37.51%；归母净利 6.87 亿元，同比增加 123.72%，2018-2023 年 CAGR 为 41.51%，整体保持高速增长。2024H1 营收 16.31 亿元，同比增长 16.21%；归母净利润 1.54 亿元，同比增长 48.87%。

图 2：公司营业收入高速增长



资料来源：Wind, 国元证券研究所

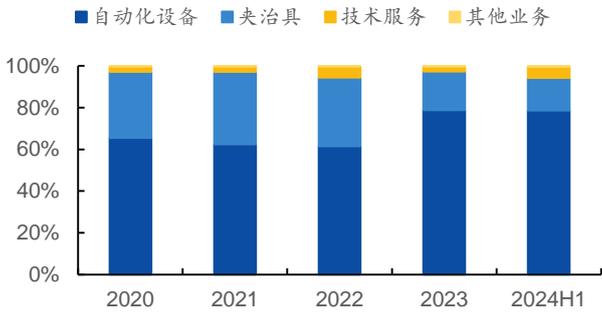
图 3：公司净利润快速提升



资料来源：Wind, 国元证券研究所

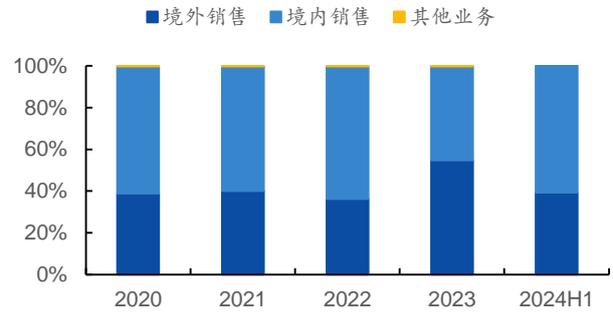
自动化设备为公司业务根基，2023 年扩展外销，海外销售占比首超 50%。赛腾主要聚焦于自动化设备、夹治具、技术服务等产品。2024H1 自动化设备实现营收 12.82 亿元，营收占比达 78.60%；夹治具实现营收 2.55 亿元，营收占比达 15.64%；技术服务实现营收 0.87 亿元，营收占比达 5.35%。2023 年海外收入首次超过境内收入，海外营收 24.36 亿元，占比 54.80%，较 2022 年增长 18.54pct。

图 4：公司分产品营收占比



资料来源：Wind, 国元证券研究所

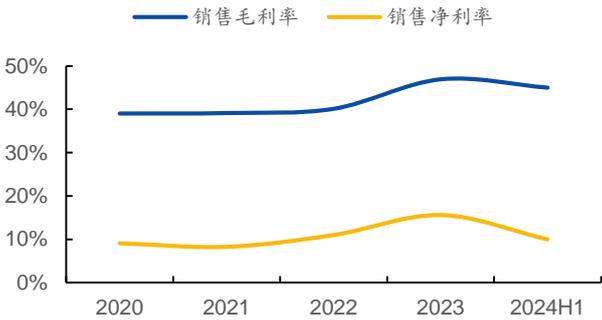
图 5：公司分地区营收占比



资料来源：Wind, 国元证券研究所

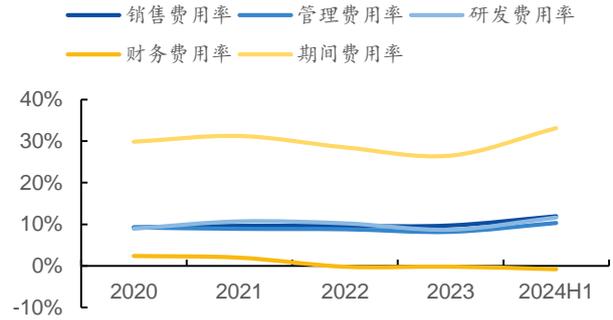
公司盈利能力持续改善，期间费用率整体下降。赛腾 2024H1 毛利率为 44.99%，同比增长 4.60pct；销售净利率为 9.96%，同比增长 2.36pct，赛腾盈利能力显著改善。公司期间费用率整体呈下降趋势，从 2020 年的 29.86% 下降至 2023 年的 26.51%，2024H1 期间费用率为 33.15%，同比增长 0.42pct。

图 6：公司盈利能力持续改善



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 7：期间费用率整体下降



资料来源：Wind, 国元证券研究所

2. 盈利预测及投资建议

2.1 盈利预测

- 1) 消费电子业务：公司与苹果深度绑定，未来有望充分受益于苹果新产品的放量，我们预计 2024-2026 年公司消费电子业务收入为 46.19/53.58/60.00 亿元，同比 12%、16%、12%，毛利率预计分别为 48%、48.5%、49%。
- 2) 半导体业务：公司于 2019 年正式收购日本公司 Optima，切入半导体设备领域，并结合公司的产品布局以及下游 HBM 的旺盛需求，在 23 年获得下游客户认可，获得批量订单。我们预计 2024-2026 年公司半导体业务收入为 5.80/9.28/12.99 亿元，同比 120%、60%、40%；毛利率预计分别为 48.5%、49%、50%。
- 3) 新能源业务：近年来新能源汽车与锂电行业发展较快，公司子公司菱欧科技具备参与下游客户生产线研发的能力，有望从下游的发展中充分受益。我们预计 2024-2026 年公司新能源业务收入为 0.56/0.61/0.67 亿元，同比增长均为 10%；毛利率预计分别为 25%、25%、24%。
- 4) 其他产品：收入占比较小，业务发展较为稳定，我们预计 2024-2026 年收入为 0.09/0.11/0.12 亿元，同比增长均为 15%，毛利率预计均为 11.5%。

表 1：公司分业务收入及毛利率预测

业务	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (亿元)	29.30	44.46	52.64	63.58	73.79
YOY	26.36%	51.76%	18.39%	20.78%	16.07%
营业总成本 (亿元)	17.55	23.60	27.50	32.88	37.72
毛利率	40.10%	46.92%	47.75%	48.28%	48.89%
消费电子					
营业收入 (亿元)	24.52	41.24	46.19	53.58	60.00
YOY	30.39%	68.19%	12.00%	16.00%	12.00%
营业成本 (亿元)	14.46	21.78	24.01	27.59	30.60
毛利率	41.03%	47.18%	48.00%	48.50%	49.00%
半导体					
营业收入 (亿元)	2.91	2.64	5.80	9.28	12.99
YOY	34.30%	-9.48%	120.00%	60.00%	40.00%
营业成本 (亿元)	1.61	1.39	2.99	4.73	6.50
毛利率	44.86%	47.29%	48.50%	49.00%	50.00%
新能源及其他					
营业收入 (亿元)	1.80	0.51	0.56	0.61	0.67
YOY	-16.73%	-71.86%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本 (亿元)	1.42	0.36	0.42	0.46	0.51
毛利率	20.81%	28.81%	25.00%	25.50%	24.00%
其他业务					
营业收入 (亿元)	0.07	0.08	0.09	0.11	0.12
YOY	25.36%	15.73%	15.00%	15.00%	15.00%
营业成本 (亿元)	0.06	0.07	0.08	0.09	0.11
毛利率	11.58%	11.76%	11.50%	11.50%	11.50%

资料来源：iFinD，国元证券研究所

2.2 投资评级

赛腾目前业务主要涉及消费电子、半导体及新能源等下游行业，因此我们选择 3C 设备行业的博众精工，半导体量检测设备行业的中科飞测，半导体检测和新能源设备行业的精测电子作为可比公司，对应 2024-2026 年平均 PE 分别为 55/34/23 倍。我们预计 2024-2026 年公司营收和归母净利润分别为 52.64/63.58/73.79 亿元和 8.11/9.72/11.66 亿元，对应 EPS 为 4.05/4.85/5.82 元/股，按照最新股价测算，对应 PE 估值分别为 13/11/9 倍，低于可比公司平均值，首次覆盖给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值情况

公司简称	市值 (亿元)	EPS				PE			
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
博众精工	87	0.87	1.09	1.40	1.68	38.44	17.75	13.79	11.46
中科飞测	151	0.44	0.51	0.95	1.51	169.71	96.80	51.99	32.64
精测电子	126	0.54	0.91	1.34	1.80	162.37	51.65	35.10	26.14
平均值						123.51	55.40	33.63	23.41
赛腾股份	106	3.43	4.05	4.85	5.82	15.44	13.07	10.91	9.10

资料来源：iFinD，国元证券研究所

注：可比公司数据来自 iFinD 一致预期，数据截至 2024 年 9 月 23 日

3. 风险提示

苹果新产品不及预期的风险：公司与苹果绑定较深，如果苹果潜望式手机、MR 等新产品推迟发布，或者推广不及预期，则公司的经营业绩将受到较大影响。

半导体设备拓展不及预期的风险：公司当前产品主要应用在硅片检测阶段，未来如果要推广至别的半导体检测阶段，则存在推广不及预期的风险。

市场竞争加剧的风险：我国智能装备制造行业前景广阔，新进入者投资意愿较强，未来行业竞争将进一步加剧。如果公司不能保持技术、研发、成本、服务等方面的优势，则公司业绩增长将可能受到不利影响。

商誉减值的风险：公司在收购无锡昌鼎、赛腾菱欧、日本 Optima 株式会社后，合并资产负债表中形成了与上述交易相关的商誉，上述被收购公司未来经营状况不佳，则公司存在商誉减值的风险，从而对公司当期损益造成不利影响。

汇率波动的风险：公司 2023 年海外业务收入占 40% 以上，境外销售主要采用美元结算，若未来人民币兑美元汇率发生较大波动，则会对公司业绩产生影响。

技术人员流失的风险：公司所处行业为技术密集型行业，核心技术人员对公司的产品研发和持续发展起着关键作用。如果核心技术人员离开公司，将会削弱公司的竞争优势，给公司生产经营和发展造成不利影响。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3581.36	3113.52	4145.84	5235.64	6474.82
现金	741.05	619.05	1734.48	2471.52	3403.62
应收账款	808.62	741.02	812.10	993.01	1173.69
其他应收款	11.78	14.11	24.66	26.99	31.74
预付账款	60.55	18.11	27.50	39.45	37.72
存货	1619.81	1220.33	1206.98	1343.21	1465.60
其他流动资产	339.56	500.91	340.12	361.45	362.45
非流动资产	1260.64	1507.90	1628.93	1683.52	1715.44
长期投资	4.51	4.17	3.59	3.93	3.86
固定资产	551.91	845.48	903.43	898.89	865.34
无形资产	77.51	193.56	242.85	302.69	368.38
其他非流动资产	626.72	464.69	479.06	478.01	477.87
资产总计	4842.00	4621.42	5774.77	6919.15	8190.25
流动负债	2819.20	2263.50	2351.97	2632.63	2826.52
短期借款	693.66	161.48	150.00	160.00	155.00
应付账款	762.28	633.06	770.11	887.73	1018.44
其他流动负债	1363.26	1468.96	1431.86	1584.90	1653.08
非流动负债	275.96	115.04	143.44	180.33	211.07
长期借款	260.46	79.09	119.09	153.59	183.59
其他非流动负债	15.50	35.96	24.35	26.75	27.48
负债合计	3095.16	2378.55	2495.42	2812.96	3037.59
少数股东权益	68.14	64.91	90.41	116.39	146.02
股本	190.87	200.32	200.32	200.32	200.32
资本公积	829.23	1109.57	1109.57	1109.57	1109.57
留存收益	759.76	1345.63	2156.97	2994.92	4026.48
归属母公司股东权益	1678.70	2177.97	3188.94	3989.80	5006.64
负债和股东权益	4842.00	4621.42	5774.77	6919.15	8190.25

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	359.31	1374.22	992.35	1037.93	1207.13
净利润	321.33	693.20	836.83	998.31	1195.13
折旧摊销	65.88	81.61	103.21	115.80	124.84
财务费用	-5.23	-6.77	-5.20	-3.30	2.60
投资损失	-1.94	11.89	-1.50	-1.80	-2.00
营运资金变动	-120.51	339.60	90.59	-88.68	-124.36
其他经营现金流	99.78	254.70	-31.58	17.59	10.91
投资活动现金流	-104.15	-610.21	-73.37	-173.83	-156.43
资本支出	170.40	383.73	150.00	100.00	80.00
长期投资	-59.58	250.70	-9.62	4.40	-0.60
其他投资现金流	6.68	24.22	67.01	-69.43	-77.03
筹资活动现金流	-153.06	-707.68	196.46	-127.05	-118.60
短期借款	66.12	-532.18	-11.48	10.00	-5.00
长期借款	-62.68	-181.37	40.00	34.50	30.00
普通股增加	8.94	9.44	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	122.23	280.34	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-287.67	-283.90	167.94	-171.55	-143.60
现金净增加额	133.79	72.55	1115.44	737.04	932.10

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2929.78	4446.16	5263.64	6357.58	7379.41
营业成本	1754.98	2360.24	2750.41	3287.88	3771.98
营业税金及附加	29.01	57.69	78.95	95.36	110.69
营业费用	281.38	432.38	515.84	626.22	730.56
管理费用	258.50	364.77	447.41	540.39	623.56
研发费用	300.45	388.41	473.73	623.04	737.94
财务费用	-5.23	-6.77	-5.20	-3.30	2.60
资产减值损失	-11.88	-93.42	-75.00	-70.00	-60.00
公允价值变动收益	6.80	-6.75	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.94	-11.89	1.50	1.80	2.00
营业利润	353.33	802.49	933.12	1123.65	1347.32
营业外收入	1.34	1.78	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.97	1.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	351.70	802.96	933.12	1123.65	1347.32
所得税	30.38	109.76	96.28	125.35	152.18
净利润	321.33	693.20	836.83	998.31	1195.13
少数股东损益	14.34	6.40	25.50	25.97	29.63
归属母公司净利润	306.99	686.80	811.33	972.33	1165.50
EBITDA	413.99	877.33	1031.13	1236.16	1474.76
EPS (元)	1.61	3.43	4.05	4.85	5.82

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	26.36	51.76	18.39	20.78	16.07
营业利润(%)	76.54	127.12	16.28	20.42	19.90
归属母公司净利润(%)	71.17	123.72	18.13	19.84	19.87
获利能力					
毛利率(%)	40.10	46.92	47.75	48.28	48.89
净利率(%)	10.48	15.45	15.41	15.29	15.79
ROE(%)	18.29	31.53	25.44	24.37	23.28
ROIC(%)	18.74	45.78	53.16	58.82	65.25
偿债能力					
资产负债率(%)	63.92	51.47	43.21	40.65	37.09
净负债比率(%)	33.45	14.94	14.50	14.64	14.41
流动比率	1.27	1.38	1.76	1.99	2.29
速动比率	0.70	0.84	1.25	1.48	1.77
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.94	1.01	1.00	0.98
应收账款周转率	3.04	5.54	6.53	6.79	6.57
应付账款周转率	2.84	3.38	3.92	3.97	3.96
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.53	3.43	4.05	4.85	5.82
每股经营现金流(最新摊薄)	1.79	6.86	4.95	5.18	6.03
每股净资产(最新摊薄)	8.38	10.87	15.92	19.92	24.99
估值比率					
P/E	34.55	15.44	13.07	10.91	9.10
P/B	6.32	4.87	3.33	2.66	2.12
EV/EBITDA	24.37	11.50	9.79	8.16	6.84

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：100027