

电子元器件行业：复盘电子行业十年牛股，“曲棍球战略”带来哪些启示？

——他山之石系列专题之一

2022年12月20日

看好/维持

电子元器件 | 行业报告

分析师 | 刘航 电话：021-25102909 邮箱：liuhang-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480522060001

投资摘要：

“曲棍球战略”来源于《Strategy Beyond The Hockey Stick》，书中重点指出研发费用占比反应公司未来的战略性投入，研发投入占比在同行业中表现高的公司在行业变好时将更加受益。我们分析认为，“曲棍球战略”需满足三个条件：①企业在利润没有明显下滑的情况下，主动加大资本开支，在行业未进入饱和期时开始进行战略布局；②企业经济利润曲线进入前1/5分割线以内，新布局的业务具备较好的行业前景；③企业发展新业务模式在未来新业务收入占比最好能超过30%甚至50%以上，随着新业务顺利达产，公司步入收获期。我们判断在预期改善阶段和业绩兑现期，将是一个比较好的投资布局阶段。

我们选择了近10年来电子板块涨幅前50名的股票作为样本进行复盘和研究，其中立讯精密、士兰微、欣旺达和沪电股份等公司有经历过“曲棍球战略”。近10年主要成长起来的行业是主要包括消费电子、安防、PCB和半导体封测等，FPGA和薄膜电容器近年来受益于行业高景气而快速成长。过去十年电子行业细分牛股毛利率大多在25%左右的水平，且客户结构较为分散，全球竞争力明显提升。我们选择了典型公司士兰微和沪电股份进行复盘研究：

（一）士兰微：在2015年以来持续加大资本投入和研发投入，优化产品结构，积极布局8寸和12寸生产线，经历了5年高投入阶段进入业绩释放期。士兰微上市以来产品主要是LED芯片、硅芯片和IC设计为主，在近十年里，公司加大研发和生产方面的投入，丰富产品矩阵，通过“曲棍球战略”，成为国内功率半导体IDM龙头。

（二）沪电股份：经历2015年PCB行业短期需求下滑，老厂搬迁与新厂投产，公司开始加大研发投入，导入华为、中兴、烽火通信等客户。经历2015-2018年产能爬坡和客户导入，产品和客户结构持续优化。受2018-2019年下游5G通信行业需求拉动，公司业绩加速释放。

投资策略：通过以“曲棍球战略”和TAM分析为线索，我们选出艾为电子、捷捷微电、蓝特光电、芯朋微、晶丰明源、南亚新材、立昂微、宇瞳光学和奥海科技细分个股，这些标的持续高投入，或将在后续行业回暖中表现突出。

风险提示：产品价格波动、行业景气度下行、行业竞争加剧、中美贸易摩擦加剧。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
艾为电子	1.74	1.65	2.68	3.97	124.35	61.76	38.14	25.71	4.60	-
捷捷微电	0.67	0.52	0.84	1.16	46.63	39.54	24.67	17.75	4.76	-
蓝特光学	0.35	0.31	0.66	0.98	66.15	53.62	25.28	16.94	4.53	-
芯朋微	1.78	1.09	2.00	2.86	65.10	61.19	33.53	23.39	5.21	-
晶丰明源	10.92	-0.82	2.88	5.77	29.31	-144.59	41.02	20.50	4.56	-
南亚新材	1.70	0.95	1.48	2.28	29.59	25.31	16.25	10.52	2.10	-
立昂微	1.31	1.52	1.97	2.40	91.43	30.54	23.53	19.30	3.95	-
宇瞳光学	1.08	0.48	0.78	1.14	41.85	29.73	18.27	12.53	2.73	-
奥海科技	1.46	1.88	2.46	3.09	26.95	18.13	13.82	11.00	2.08	-

资料来源：iFinD、公司财报、东兴证券研究所（未覆盖公司盈利预测取自同花顺iFinD一致预期）

目 录

1. 曲棍球战略：在利润未有明显下滑时加大投入，企业拥抱新行业浪潮	3
2. 复盘电子行业十年牛股，“曲棍球战略”带给我们哪些启示？	5
3. 借鉴“曲棍球战略”他山之石，结合行业空间精选个股	12
4. 风险提示	13
相关报告汇总	14

插图目录

图 1： 曲棍球战略：前 1/5 的企业占据了绝大部分利润，大部分企业发展面临挑战	3
图 2： 曲棍球战略：新业务模式需要快速突破，更好地驱动企业成长	3
图 3： 股价预计将在预期改善阶段和业绩兑现期有所表现	4
图 4： 半导体和消费电子是主要的牛股赛道	6
图 5： 电子行业牛股分布以中小市值公司居多	6
图 6： 复盘 2012 年以来电子细分行业 TAM，其中智能手机、安防、PCB、封测等行业长期增长较为明显	6
图 7： 电子牛股在毛利率和客户分散度方面存在一定收敛	7
图 8： 微笑曲线：制造为本，研发和销售能力提升附加值	7
图 9： 士兰微 2012-2022 年营收持续增长	8
图 10： 士兰微十年扣非归母净利润于 2021 年得到释放	8
图 11： 士兰微购建固定、无形资产和其他资产支付的现金持续领先对手，并于 2017 年绝对值达到历史较高水平	8
图 12： 士兰微研发费用率行业领先，且 2019 年突然拉大	9
图 13： 2020 年是士兰微折旧摊销费用/营收比重开始降低	9
图 14： 士兰微股价复盘：2017 年迎来预期改善期，随着 2020 Q3 毛利率改善、2021Q1 净利润端改善，公司步入业绩兑现期	9
图 15： 沪电股份十年营收稳步增长	10
图 16： 沪电股份扣非归母净利润 2016 年后增长提速	10
图 17： 沪电股份研发费用仅次于深南电路	10
图 18： 公司 2016-2019 年研发费用增速 30%，大于营收增速	10
图 19： 沪电股份 2016-2020 年研发费用同比增速大于收入增速	11
图 20： 沪电股份股价复盘：2018 年迎预期改善期，随着 2018 Q3 毛利率改善、2019Q2 净利润端改善，公司步入业绩兑现期	11
图 21： 2022-2026 年电子细分赛道 TAM 分析：电源管理芯片、车规级 MOS 和大硅片等细分行业增速较快	12

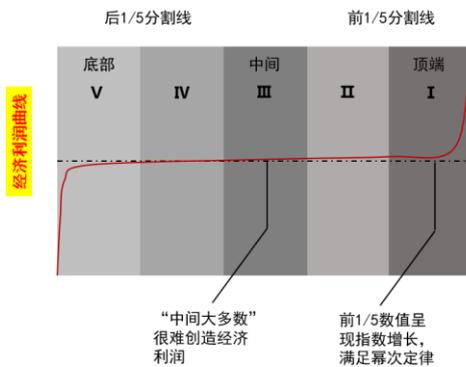
表格目录

表 1： 近十年来电子板块涨幅前 50 名标的（截止 2022 年 12 月 14 日，新股上市以来开板第一天收盘价计算）	5
表 2： 经历过“曲棍球战略”走出来的电子行业个股	7
表 3： 通过“曲棍球战略”和 TAM 分析精选出来的电子行业细分个股	12

1. 曲棍球战略：在利润未有明显下滑时加大投入，企业拥抱新行业浪潮

研发投入/营收比重可以反应公司未来的投入，这对于企业战略来说非常重要，研发占比在同行业高的公司在行业回暖的时候表现将更加突出。“曲棍球战略”来源于《Strategy Beyond The Hockey Stick》(作者：Sven Smit, Martin Hirt, Chris Bradley)，1/5 的顶端组企业的平均利润约中部组的 30 倍，占有了绝大部分的利润，中间的部分公司发展面临一定的阻力。对于企业来说，战略实施和业务开拓需要资金，没有持续资金投入很难进行战略创新。研发投入/营收的比重一定程度反映了未来的持续投入，研发占比在同行业高的表现或将更加突出。

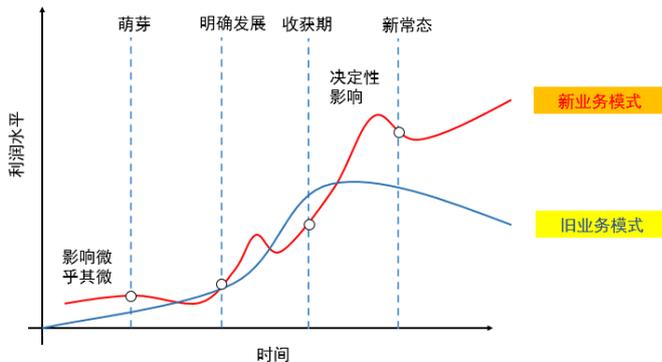
图1：曲棍球战略：前 1/5 的企业占据了绝大部分利润，大部分企业发展面临挑战



资料来源：《Strategy Beyond the Hockey Stick》(Sven Smit, Martin Hirt, Chris Bradley)、东兴证券研究所整理

企业在每个阶段的发展都会面临行业层面或者公司层面的挑战，这些挑战一定程度上阻碍新业务的发展，需要管理层采取加大投入、布局大趋势新行业等措施来进行突破。曲棍球战略满足 3 个方面：① 企业在利润没有明显下滑的情况下，主动加大资本开支，没等行业进入饱和期便开始进行战略布局；② 企业经济利润曲线进入前 1/5 分割线以内，需布局的行业拥抱大趋势，行业渗透率持续提升；③ 企业发展新业务在未来收入占比最好能超过 30%甚至 50%以上，随着新业务达产，公司成功步入收获期。

图2：曲棍球战略：新业务模式需要快速突破，更好地驱动企业成长

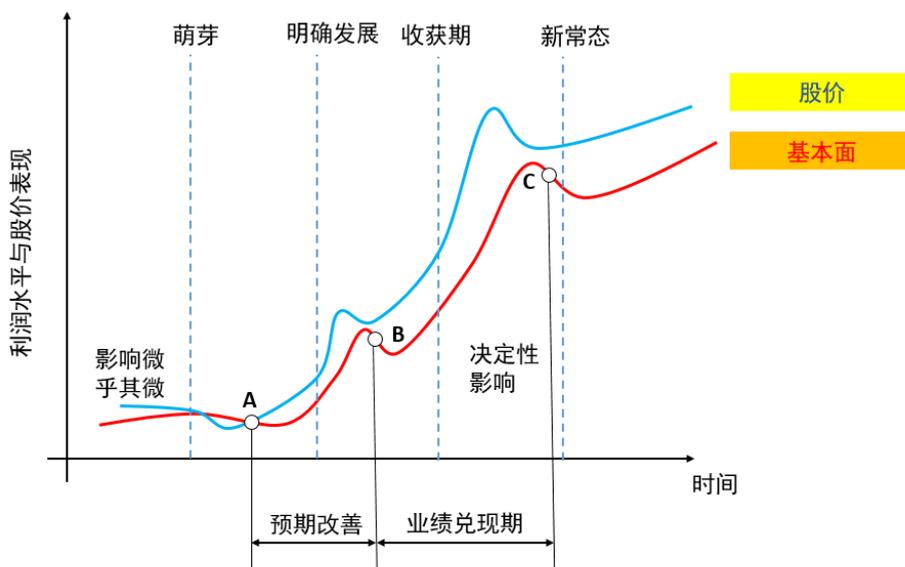


老牌企业	敏锐	行动	加速	调整适应
常见障碍	短视	逃避	惯性	适应

资料来源：《Strategy Beyond the Hockey Stick》(Sven Smit, Martin Hirt, Chris Bradley)、东兴证券研究所整理

我们对于“曲棍球战略”相关的公司基本面与股价关系进行逻辑推演，判断在预期改善阶段和业绩兑现期，这两个阶段将是一个比较好的投资布局时点。在 A 点的时候，募投产能往往需要时间，但股价明显企稳，并进入预期改善阶段；随着新业务明确发展，基本面向好推动股价上涨，改善预期阶段的股价领先基本面，随着业务发展受到一定的扰动，股价开始调整至 B 点；但下游行业变好推动公司业绩快速释放，公司股价上涨。

图3：股价预计将在预期改善阶段和业绩兑现期有所表现



资料来源：《Strategy Beyond the Hockey Stick》(Sven Smit, Martin Hirt, Chris Bradley)、东兴证券研究所整理

2. 复盘电子行业十年牛股，“曲棍球战略”带给我们哪些启示？

我们选择近 10 年以来电子板块涨幅前 50 名的股票作为样本进行复盘和研究，其中立讯精密、士兰微、欣旺达和沪电股份在近 10 年里与我们上文提到的“曲棍球战略”阶段性地较好符合。

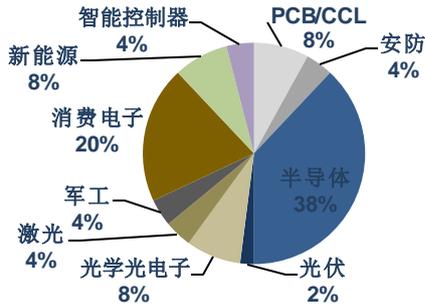
表1：近十年来电子板块涨幅前 50 名标的（截止 2022 年 12 月 14 日，新股以上市以来开板第一天收盘价计算）

排序	证券简称	十年股价涨跌幅 (%)	排序	证券简称	十年股价涨跌幅 (%)
1	紫光国微	1,782.22	26	通富微电	525.44
2	立讯精密	1,757.26	27	国科微	523.41
3	北方华创	1,732.04	28	旭光电子	451.64
4	中颖电子	1,388.01	29	沪电股份	438.19
5	法拉电子	1,375.64	30	兴森科技	427.66
6	士兰微	1,303.74	31	洲明科技	409.98
7	圣邦股份	1,267.54	32	中京电子	406.34
8	北京君正	1,204.06	33	顺络电子	393.30
9	和而泰	1,117.64	34	福晶科技	375.02
10	纳思达	1,019.24	35	奋达科技	366.31
11	欣旺达	1,004.66	36	漫步者	358.30
12	利亚德	865.25	37	上海贝岭	356.16
13	东山精密	858.41	38	康强电子	352.63
14	扬杰科技	760.79	39	韦尔股份	339.63
15	石英股份	756.35	40	国光电器	313.22
16	长川科技	724.63	41	麦捷科技	307.43
17	雅克科技	716.44	42	力源信息	297.02
18	生益科技	665.10	43	苏州固锝	291.18
19	横店东磁	621.23	44	凤凰光学	288.26
20	拓邦股份	615.53	45	三安光电	280.81
21	江海股份	585.12	46	金安国纪	280.49
22	海康威视	548.85	47	大族激光	270.85
23	南大光电	543.76	48	德赛电池	259.63
24	华天科技	535.86	49	华工科技	256.92
25	长电科技	532.69	50	环旭电子	254.50

资料来源：东方财富、东兴证券研究所

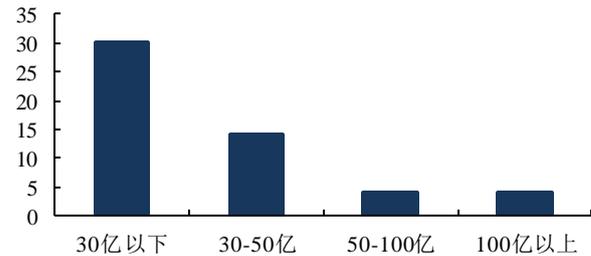
我们通过统计分析发现，十年涨幅排名前 50 公司的下游主要集中在半导体、消费电子以及新能源领域。而在牛股市值分布中，中小市值公司占比较大。

图4：半导体和消费电子是主要的牛股赛道



资料来源：东方财富、东兴证券研究所

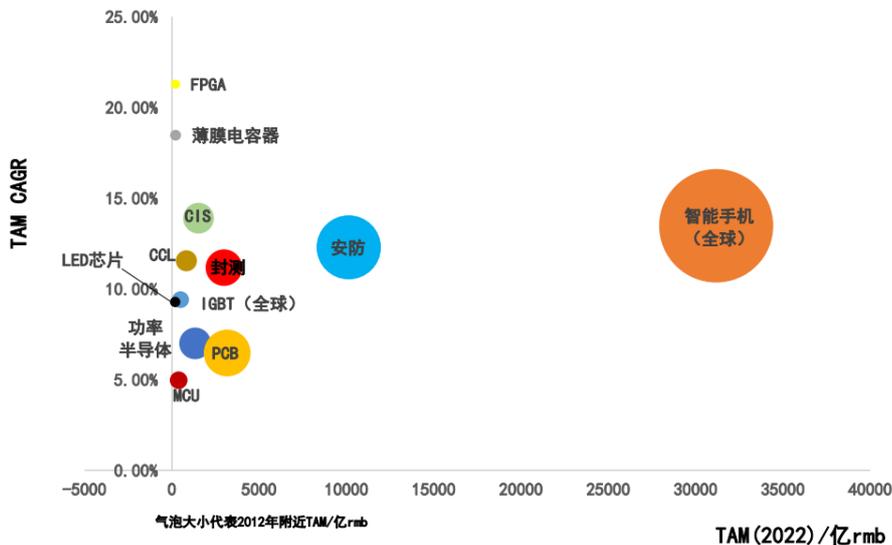
图5：电子行业牛股分布以中小市值公司居多



资料来源：东方财富、东兴证券研究所

近 10 年主要成长起来的行业是主要包括消费电子、安防、PCB 和半导体封测等，FPGA 和薄膜电容器近年来受益于行业高景气而快速成长。我们对 2012-2022 年电子行业细分赛道进行 TAM (Total Addressable Market, 潜在市场空间)分析，可以看到智能手机 10 年年复合增速(CAGR)为 13.48%，安防行业、PCB 和封测行业 CAGR 分别为 12.29%、6.47%和 11.17%，这些细分较大的子行业过去十年迎来了较快的发展，行业龙头度过快速发展期。此外，FPGA、薄膜电容器分别受益于军工和新能源行业的高景气，在近年来快速成长，相关龙头直接受益。

图6：复盘 2012 年以来电子细分子行业 TAM，其中智能手机、安防、PCB、封测等行业长期增长较为明显

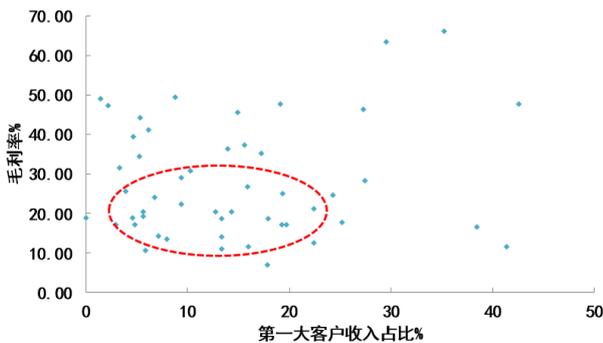


资料来源：Omdia、中商产业研究院、eepw、前瞻产业研究院、东兴证券研究所整理

过去十年电子行业细分牛股毛利率基本在 25%附近，客户结构具备一定的分散度，且竞争实力提升明显。我们针对以上 50 家公司的销售毛利率以及第一大客户收入占比进行分析，可以看出电子行业牛股在毛利率和客户分散度方面存在有一定的聚合效应。其中在毛利率 25%附近出现明显的集中，我们分析认为主要是电子

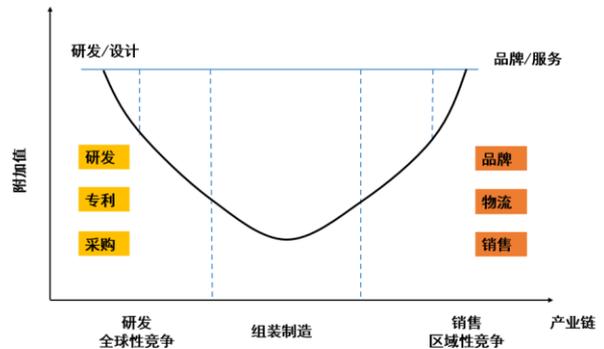
制造业经历了工程师红利，成本优势和规模效应得到明显的体现，全球竞争优势有所拉大。电子制造行业的龙头公司迅速积累技术研发 know-how，另外一方面产品力提升之后有助于打通销售环节，竞争实力明显提升。

图7：电子牛股在毛利率和客户分散度方面存在一定收敛



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图8：微笑曲线：制造为本，研发和销售能力提升附加值



资料来源：东兴证券研究所整理

通过图7的数据，我们集中筛选出了经历了“曲棍球战略”走出来的电子行业牛股，主要是：立讯精密、士兰微、欣旺达、扬杰科技、江海股份、沪电股份和华工科技。我们选择典型公司士兰微和沪电股份在近十年里的经营情况和股价表现进行复盘。

表2：经历过“曲棍球战略”走出来的电子行业个股

股票名称	第一大客户收入占比%	毛利率%	涨跌幅%
立讯精密	22.40	21.20	1757.26
士兰微	9.36	22.34	1303.74
欣旺达	19.69	17.15	1004.66
扬杰科技	10.28	30.90	760.79
江海股份	5.63	20.39	585.12
沪电股份	12.73	20.40	438.19
华工科技	24.31	24.67	256.92

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

① “曲棍球战略”典型公司复盘之一：士兰微

士兰微是国内第一家上市的集成电路芯片设计企业，也是国内集成电路芯片设计与制造一体(IDM)的龙头企业。公司在6英寸的芯片制造产能中位居在全球第二位，在8英寸产品方面成为国内第一家拥有8英寸生产线的民营IDM公司。公司在MEMS传感器技术、LED照明和屏显技术、高压智能功率模块技术、第三代功率半导体器件技术等方面的产品国内领先，并在高压、高功率、特殊工艺的集成电路、功率模块(IPM/PIM)、功率器件及(各类MCU/专用IC组成的)功率半导体方案持续投入。

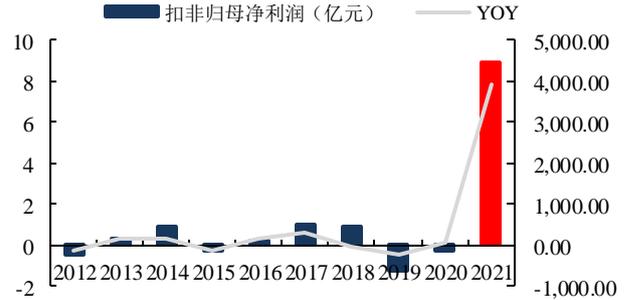
士兰微营收 2012-2022 年持续增长，由于公司持续高投入，业绩呈现一定的波动。但受益于公司前期的大量投入，在 2021 年下游新能源等行业回暖，进入了业绩释放期。

图9：士兰微 2012-2022 年营收持续增长



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

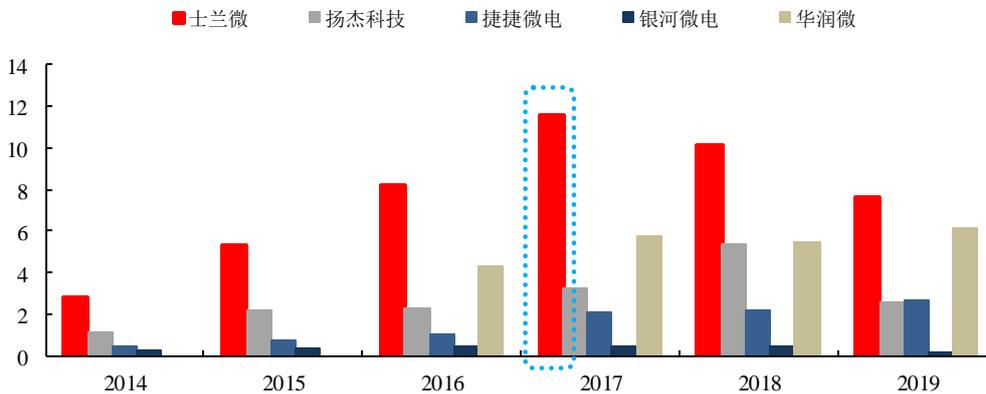
图10：士兰微十年扣非归母净利润于 2021 年得到释放



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

士兰微积极扩产抢占市占率，购建固定、无形资产和其他资产支付的现金持续领先于同行公司，并于 2017 年达到历史较高水平。

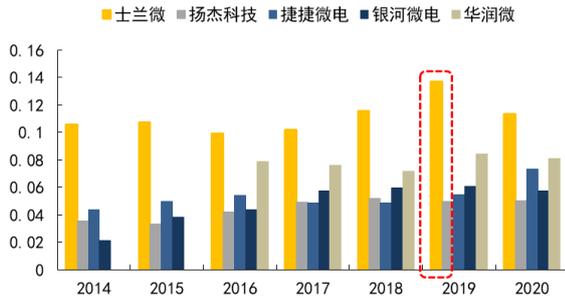
图11：士兰微购建固定、无形资产和其他资产支付的现金持续领先对手，并于 2017 年绝对值达到历史较高水平



资料来源：同花顺、东兴证券研究所整理

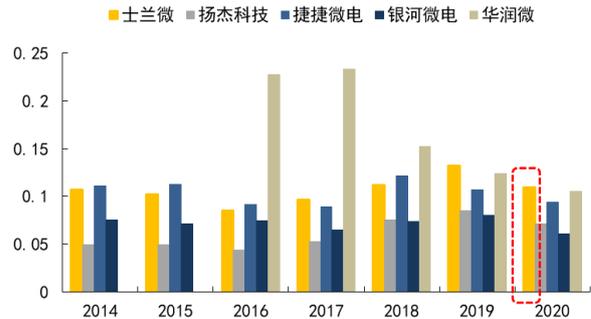
士兰微研发费用率行业领先，2019 年全行业经历贸易摩擦冲击，但公司的研发费用率水平逆半导体行业周期突然拉大。2020 年，士兰微的折旧摊销压力有所减小，折旧摊销费用/收入降低，随着下游景气度提升，公司进入了业绩兑现期。

图12：士兰微研发费用率行业领先，且2019年突然拉大



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

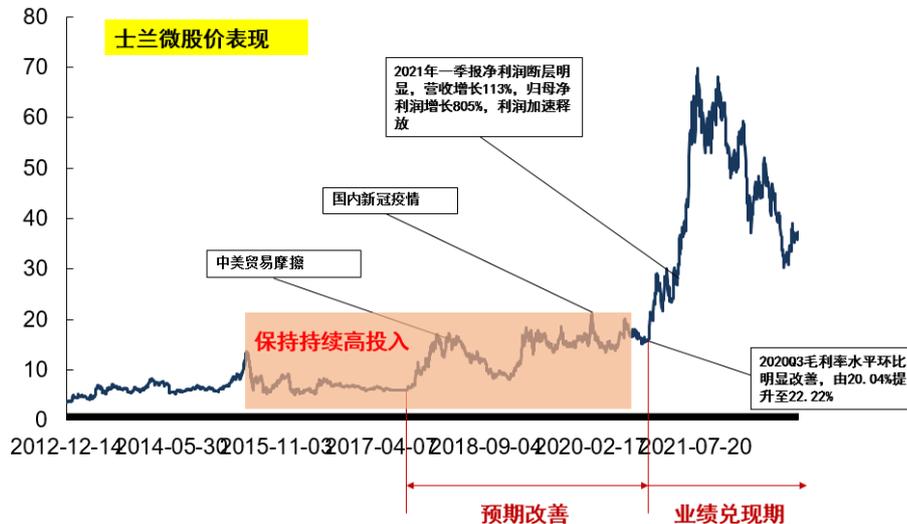
图13：2020年是士兰微折旧摊销费用/营收比重开始降低



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

我们复盘了士兰微 2012-2022 年的股价，公司在 2015 年以来持续加大资本投入和研发投入，优化产品结构，积极布局 8 寸和 12 寸生产线，经历了 5 年高投入阶段进入业绩释放期。2017 年公司购建固定、无形资产和其他支付的现金达到历史较高水平，并且持续加大研发投入，股价进入预期改善阶段。随着 2020Q3 毛利率由 20.04% 提升至 22.22%，2021 年一季报公司财报出现净利润断层：2021Q1 营收为 14.75 亿元，同比增长 113.47%；归母净利润为 1.74 亿元，同比增长 7726.86%；随着下游景气度提升，毛利率环比由 2020Q4 的 25.59% 提升至 29.33%，公司成功进入业绩收获期。

图14：士兰微股价复盘：2017年迎来预期改善期，随着2020Q3毛利率改善、2021Q1净利润端改善，公司步入业绩兑现期



资料来源：东方财富、东兴证券研究所整理

士兰微上市以来产品是 LED 芯片、硅芯片和 IC 设计为主，在近十年里，公司加大研发和生产方面的投入，丰富产品矩阵，通过“曲棍球战略”，成为国内 IDM 龙头。

② “曲棍球战略”典型公司复盘之二：沪电股份

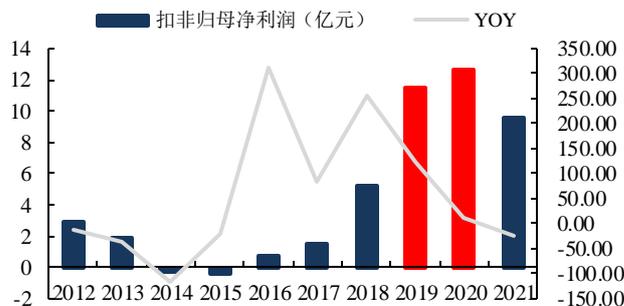
沪电股份是印制电路板(PCB)行业龙头公司，公司产品主要应用于通讯设备、汽车、工业设备、数据中心、网通、微波射频、半导体芯片测试等多个领域。2012-2022 年公司营业收入持续增长，由于下游需求波动和搬厂的原因，公司扣非归母净利润在 2014-2015 年出现下滑，但 2016 年以来公司产品附加值有所提升。随着昆山老厂搬厂、黄石厂产能持续扩充，下游通讯和汽车板行业增长提速，公司业绩于 2018-2019 年快速释放。

图15：沪电股份 2012-2022 年营收稳步增长



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

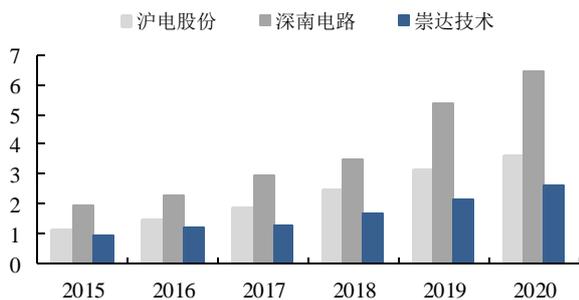
图16：沪电股份扣非归母净利润在 2016 年后增长加速



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

沪电股份研发费用领先同行，且在 2016-2019 年复合增速维持在 30%左右。公司青淞厂和沪电微利营收和利润实现较快增长，黄石厂在搬厂和爬坡，公司持续加大研发为 5G 通信蓄力。

图17：沪电股份研发费用仅次于深南电路



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

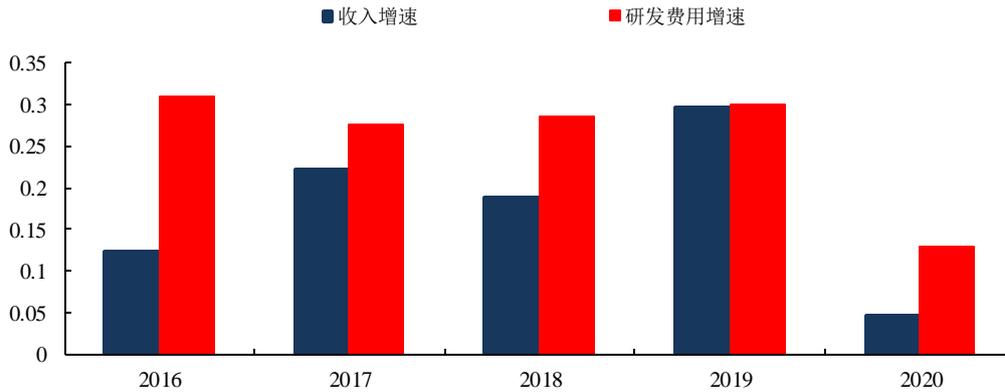
图18：公司 2016-2019 年研发费用增速 30%，大于营收增速



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

沪电股份前瞻性加大研发力度，2016-2020 年研发费用同比增速持续大于收入增速，积极导入客户，积极布局即将到来的 5G 通信。

图19：沪电股份 2016-2020 年研发费用同比增速大于收入增速



资料来源：东方财富、东兴证券研究所整理

通过对沪电股份 2012-2022 年股价复盘研究，我们发现公司虽经历了搬厂和黄石厂产能爬坡期，但公司持续加大研发投入，2018Q2 毛利率端明显改善，随着产能逐步释放以及下游 5G 通讯 PCB 采购处于量价齐升阶段。公司企业通讯市场板和办公工业设备营收取得快速增长，2019Q2 单季度收入增长 36%，扣非归母净利润增长 175%。

图20：沪电股份股价复盘：2018 年迎预期改善期，随着 2018 Q3 毛利率改善、2019Q2 净利润端改善，公司步入业绩兑现期



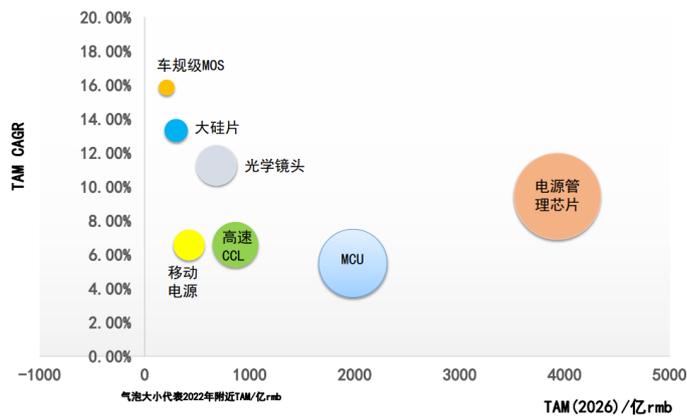
资料来源：东方财富、东兴证券研究所整理

沪电股份经历 2015 年 PCB 行业短期需求下滑，老厂搬迁，新厂投产，并在此期间开始加大研发投入，导入华为、中兴、烽火通讯等客户，经历 2015-2018 年产能爬坡和客户导入，公司产品和客户结构持续优化。随着 2018-2019 年下游 5G 通信行业推动，公司享受下游 5G 通信行业发展红利，“曲棍球战略”取得成功。

3. 借鉴“曲棍球战略”他山之石，结合行业空间精选个股

基于以上我们对于“曲棍球战略”的研究和复盘，我们对行业 TAM 分析和研发费用、购建固定、无形资产和其他资产支付的现金等财务状况进行筛选分析，另外一方面从行业空间的维度精选个股。我们认为，电源管理芯片、车规级 MOS、光学镜头和大硅片等细分赛道未来 5 年仍将保持较快增速，行业景气度有望持续向上。

图21：2022-2026 年电子细分赛道 TAM 分析：电源管理芯片、车规级 MOS 和大硅片等细分行业增速较快



资料来源：集微咨询、QYResearch、观研天下、前瞻产业研究院、东兴证券研究所整理

通过以“曲棍球战略”和 TAM 分析为线索，我们选择艾为电子、捷捷微电、蓝特光电、芯朋微、晶丰明源、南亚新材、立昂微、宇瞳光学和奥海科技细分个股，这些标的或将直接受益于后续行业回暖。

表3：通过“曲棍球战略”和 TAM 分析精选出来的电子行业细分个股

证券名称	收入增速		归母净利润增速		研发费用增速	
	2021	2022Q1-Q3	2021	2022Q1-Q3	2021	2022Q1-Q3
艾为电子	61.86	0.53	175.04	-89.80	102.91	82.80
捷捷微电	75.37	-4.55	84.89	-33.53	76.94	56.89
蓝特光学	-5.34	-6.32	-33.74	-57.04	62.05	49.41
芯朋微	75.44	-1.50	88.42	-47.42	124.80	48.97
晶丰明源	108.75	-55.79	1993.67	-153.38	89.67	48.58
南亚新材	98.39	-13.12	243.28	-94.46	113.30	45.04
立昂微	69.17	29.96	288.83	52.72	104.04	36.14
宇瞳光学	40.11	-13.62	101.30	-61.05	78.43	32.83
奥海科技	44.14	12.90	-2.48	63.94	43.38	19.62

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

4. 风险提示

产品价格波动、行业景气度下行、行业竞争加剧、中美贸易摩擦加剧。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	【东兴电子】半导体行业专题：长坡厚雪，国产替代成主旋律	2022-12-09
行业深度报告	电子行业 2023 年投资策略：否极泰来，国产替代与产品升级将贯穿全年	2022-11-25
行业普通报告	电子元器件行业：液晶面板价格有望触底，把握业绩确定性强的标的	2022-08-28
行业普通报告	电子元器件行业：全球电子纸和 SiC 龙头股价大涨，重视产业链投资机会	2022-08-21
行业普通报告	电子元器件行业：海外半导体公司 2022 年中报给出了哪些指引？（下）	2022-08-14
行业普通报告	电子元器件行业：IGBT 和 Chiplet 引领半导体板块反弹，建议坚守细分龙头	2022-08-08
行业普通报告	电子元器件行业：海外半导体公司 2022 年中报给出了哪些指引？（上）	2022-07-31
行业普通报告	电子元器件行业：电子板块 Q2 基金持仓占比降至 3.83%，持股集中度居历史较高水平	2022-07-24
行业普通报告	东兴证券电子周观点：建议关注 SiC 板块	2022-07-17
行业普通报告	东兴证券电子周观点：历史复盘：半导体芯片库存周期影响有多大？	2022-07-10

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘航

复旦大学工学硕士，2022年6月加入东兴证券研究所，现任电子行业首席分析师。曾就职于Foundry厂、研究所和券商资管，分别担任工艺集成工程师、研究员和投资经理。证书编号：S1480522060001。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526