



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 12 月 29 日

基础数据

12 月 26 日收盘价（元）	15.01
总市值（亿元）	170.37
总股本（亿股）	11.35

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：姚康

S0190520080007

yaokang@xyzq.com.cn

英唐智控(300131.SZ)

拟收购光隆集成进军 OCS 赛道，与英唐微 MEMS 协同打开成长空间

投资要点：

- 事件：2025 年 12 月 5 日，公司披露了其收购的进展公告，其拟收购桂林光隆集成科技有限公司 100% 股权，上海奥简微电子科技有限公司 80% 股权，截至 12 月 5 日，目前交易正在进展过程中，涉及的审计、评估、法律尽职调查等工作尚未完成。
- 公司拟收购光隆集成切入 OCS 赛道。AI 大模型参数量不断提高后，OEO 交换机在带宽、功耗、时延和扩展性上已同时触及物理与商业天花板，无力承载下一代 AI 集群的持续扩张。OCS 凭借“成本、功耗、速率兼容性”三重核心优势，有望成为下一代数据中心网络的核心基础设施。目前 OCS 的主流技术路线是 MEMS 方案，公司拟收购的光隆集成，目前聚焦 MEMS 器件、OCS 核心驱动及光无源器件研发，部分 OCS 产品已经量产，未来其 OCS 业务有望在全球市场中占据一定份额。
- 主业保持稳健，英唐微 MEMS 有望和光隆集成协同进一步打开成长空间。公司主业分销业务保持稳健，全资子公司英唐微专注于光电转换和图像处理的模拟 IC 和数字 IC 产品的研发生产，在 MEMS 微振镜相关领域拥有丰富的研发经验，并拥有 6 英寸晶圆器件产线，公司 4mm 规格的 MEMS 微振镜已率先取得工业领域客户的批量订单。MEMS 阵列作为 MEMS OCS 的核心部件，如果收购成功，光隆集成的技术与英唐微的制造有望高度协同，为 OCS 的放量提供产能保障。
- 盈利预测及投资建议：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.35、0.55、0.80 亿元，对应 2025 年 12 月 26 日收盘价 PE 为 480.8/307.7/212.5 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：收购失败风险，下游数据中心技术变换风险，下游需求增速变缓风险；

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	5346	5458	5673	5903
同比增长	7.8%	2.1%	3.9%	4.1%
归母净利润（百万元）	60	35	55	80
同比增长	9.8%	-41.2%	56.3%	44.8%
毛利率	8.2%	8.6%	8.6%	8.9%
ROE	3.5%	1.8%	2.7%	3.9%
每股收益（元）	0.05	0.03	0.05	0.07
市盈率	282.6	480.8	307.7	212.5

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

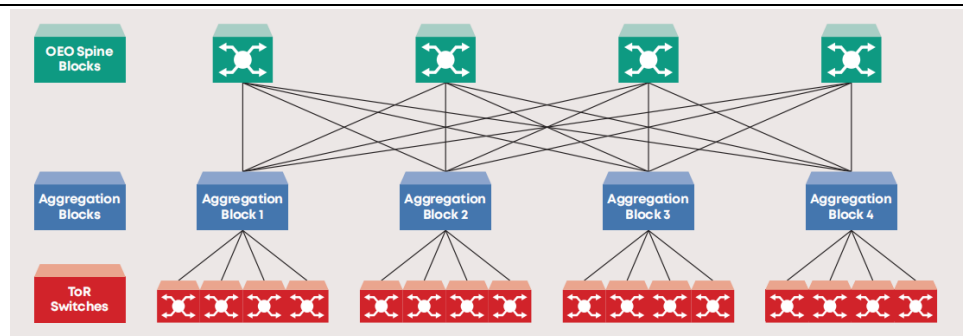
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

一、OCS 市场广阔，公司拟收购光隆集成切入 OCS 赛道

AI 大模型参数量不断提高后，训练集群必须通过 **Scale up** (纵向扩展: 增加 GPU 数目) 和 **Scale out** (横向扩展: 多台服务器组成集群) 两种方式来实现算力跃升。

目前来说，**Scale out** 中，主要采用 **OEO** (光-电-光) 交换机，但该架构面临四项结构性矛盾：1) 带宽限制：光电转换需将信号速率锁定在对应 **SerDes** 支持范围内，并速率升级必伴随整机替换，其带宽成为了瓶颈；2) 功耗问题：大量的传输过程中均需要多次光电转换，带来性能损失；3) 时延问题：**OEO** 交换机在信号转换与定时过程中不可避免地产生额外时延；4) 扩展性不足：**OEO** 交换机其架构很难通过简单扩展满足需求，往往需要依赖昂贵且复杂的基础设施改造。**OEO** 交换机在带宽、能耗、时延及扩展性四维度同步逼近物理与商业双重边界，已难以充当下一代超大规模 AI 集群的可持续网络底座。

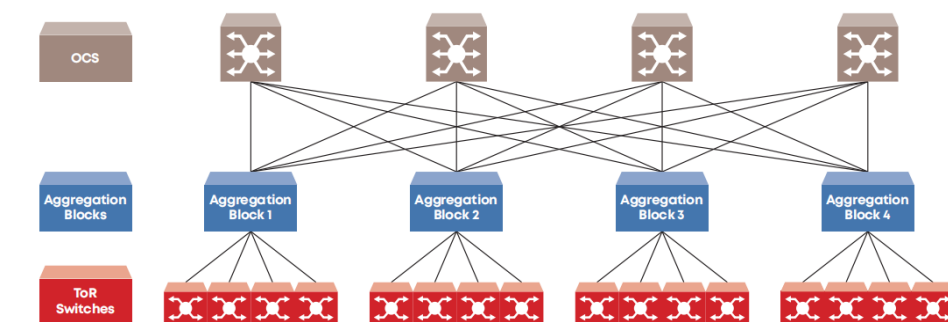
图1、传统数据中心网络架构



数据来源：凌云光子，兴业证券经济与金融研究院整理

OCS (**Optical Circuit Switching**: 光路交换) 被视作突破 **OEO** 瓶颈的核心方向。其将路由功能完全置于光域，信号无需经光电转换，让其直接在光域完成信号路由。**OCS** 天然契合 AI 集群对“低时延、低功耗、高带宽”的刚性需求，其具有众多优点：1) 速率无关性：**OCS** 能够在不同传输速率之间灵活切换，未来升级至 1.6T 等不需要更换硬件；2) 高带宽能力：不依赖固定速率，可以充分利用光纤的全部容量；3) 功耗效率：光电转换是 **OEO** 的能耗大户，**OCS** 避免其过程，能够显著降低功耗；4) 降低时延：**OCS** 因免去了光电信号转换过程，可实现近乎零时延；5) 高扩展性：**OCS** 架构具有天然的可扩展性，能够支持更多端口与更高聚合吞吐量。**OCS** 凭借“成本、功耗、速率兼容性”三重核心优势，从源头消解了 **OEO** 的结构性矛盾，有望成为下一代智算中心网络的核心基础设施。

图2、OCS 替代 OEO 的网络架构

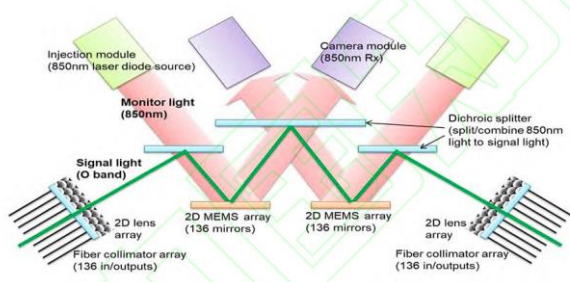


数据来源：凌云光子，兴业证券经济与金融研究院整理

目前，OCS 主要涵盖四大主流技术路线，分别是 MEMS、液晶、压电陶瓷和硅光波导：

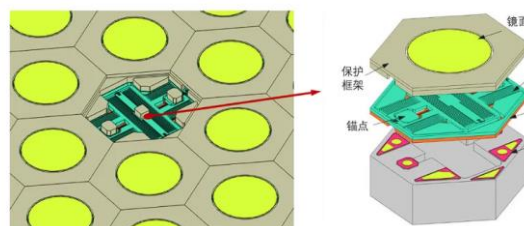
MEMS 方案：输入/输出光信号经二维光纤准直器阵列（由 $N \times N$ 光纤阵列与二维透镜阵列组成）进入光学核心，核心内部的两组 MEMS 反射镜阵列通过驱动倾斜，引导光信号至对应端口。在可靠性方面，易受振动，长期稳定性容易受到影响；其损耗相对较小；其代表厂商为 Google、Lumentum、华为。

图3、MEMS 微电机系统



数据来源：《智算光互联技术进展及趋势》张平化等，兴业证券经济与金融研究院整理

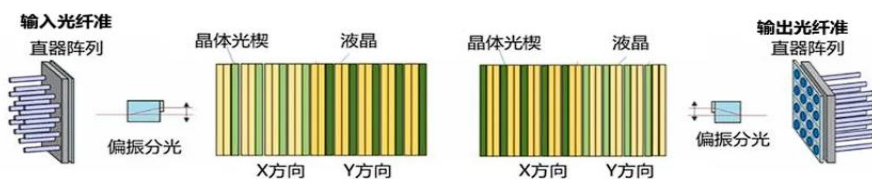
图4、MEMS 光交换示意图



数据来源：《AI 网络光交换机技术报告》-开放数据中心委员会，兴业证券经济与金融研究院整理

液晶方案：通过“输入光纤准直器阵列→偏振分光→X/Y 方向晶体光楔与液晶二维偏转调控→输出偏振分光→输出光纤准直器阵列”闭环流程实现光信号动态互联。其可靠性高，但是由于液晶折射率对温度敏感，且端口拓展受限，长距离传输其损耗可能相对较高，同时其响应速度较慢。其代表厂商为 Coherent。

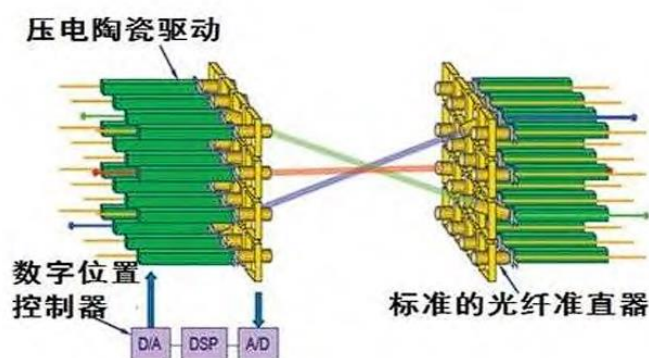
图5、液晶方案示意图



数据来源：《AI 网络光交换机技术报告》-开放数据中心委员会，兴业证券经济与金融研究院整理

压电陶瓷方案：基于直接光束偏转（DLBS）进行光交换。它利用压电陶瓷在电压控制下能够沿某一轴向发生尺寸变化的特性，来驱动光束射向不同方向，从而实现光路的交换。其损耗较小，可靠性也高，但是规模化应用面临瓶颈，矩阵规模升级时，对驱动力矩和定位精度提出了更高的要求，且部署成本较高。其代表厂商为 Polatis。

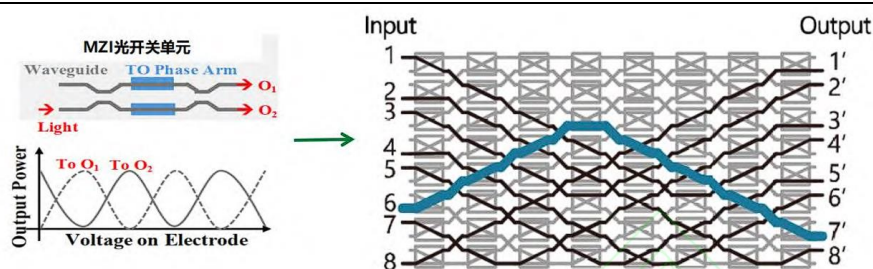
图6、压电陶瓷方案



数据来源：《智算光互联技术进展及趋势》张平平等，兴业证券经济与金融研究院整理

硅光方案：它是在硅基芯片上构建出结构确定的光路矩阵，光信号沿着预设的路径传输。理论上，其切换速度可以达到微秒甚至纳秒级别。其目前主要问题是损耗较高，显著高于核心指标要求。其代表厂商为 iPronics。

图7、硅光方案示意图



数据来源：《智算光互联技术进展及趋势》张平平等，兴业证券经济与金融研究院整理

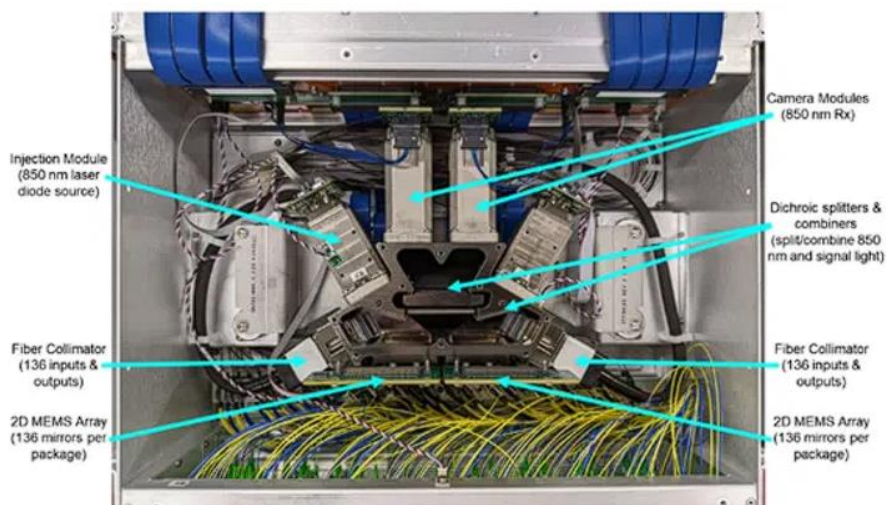
图8、四种方案优劣势比较

技术类型	端口数量	端口成本	整机成本	插入损耗	切换时间	串扰	可靠性
MEMS	多	高	高	< 3 dB	25 ms	低	低
液晶	多	高	高	< 3 dB	100 ms	低	高
压电陶瓷	少	高	高	< 3 dB	中等	高	高
硅光波导	少	低	低	~6 dB	1 ms	高	高

数据来源：通信百科，兴业证券经济与金融研究院整理

现阶段，OCS 四条技术路线仍呈并行态势，而 MEMS 凭借性能、成本与供应链成熟度的综合平衡，率先实现规模化落地。据观研天下统计，2025 年全球 OCS 出货量预计约 1.5 万台，其中谷歌独家采购 1.2 万套，市占率逾八成，需求节奏与规格定义均由其主导。目前谷歌的 OCS 方案采用 MEMS 微机电系统，因为其在性能均衡，在切换速度、端口数量及成本方面都较为符合要求。未来 OCS 市场仍有较大空间，据光通信 pro 援引的 Signal AI 数据，到 2029 年，OCS 的全球市场规模将达到至少 25 亿美元，比 2025 年 1 月初的预测高出约 40%。

图9、谷歌 OCS 交换机实物图



数据来源：semianalysis，兴业证券经济与金融研究院整理

MEMS 光路交换内核采用“输入光纤阵列—输入微透镜—双轴 MEMS 镜阵 × 2—输出微透镜—输出光纤阵列”的级联架构，其中 MEMS 微镜阵列为核心功能单元。公司拟收购标的光隆集成切入该赛道，其核心团队来自桂林的国家级科研院所，在机械式、MEMS 微机械式、磁光式、电光式及波导式等多种控制方式上均有长期技术沉淀。其产品包括光开关、光保护模块等。

图10、光隆集成主要产品



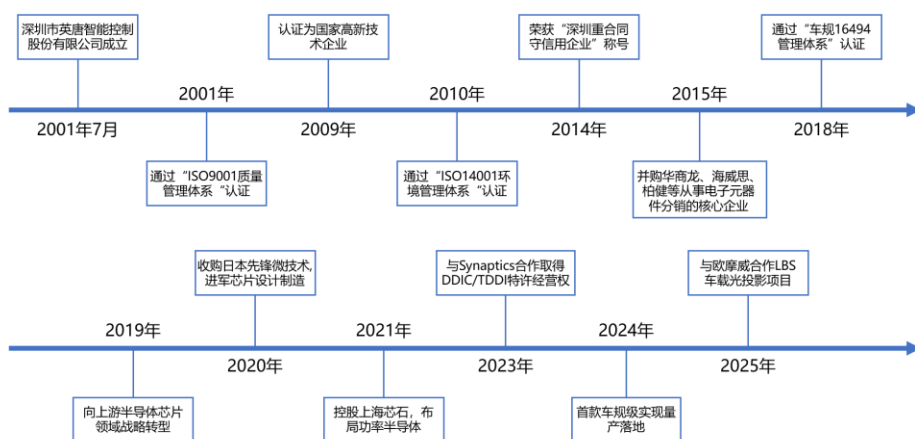
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

光隆集成目前聚焦 MEMS 器件、OCS 核心驱动及光无源器件研发，攻克 OCS 适配的高集成度、低插入损耗封装技术，阵列 MEMS 芯片多集成封装可支撑从 32 通道到更多端口的规模化应用，同时具备自主设备研发能力及自动化测试系统，定制 MEMS 光开关自动化组装线，其部分 OCS 产品已经达到量产状态，目前 OCS 产品中 32x32、64X64 的通道规格已达量产状态，96X96、128x128 通道的正处于调试阶段。光隆集成在光开关领域形成了独特的技术优势，其 OCS 业务在公司营收占比中逐步提高，随着未来市场需求的持续释放，公司 OCS 业务有望在全球市场中占据一定份额。

二、主业保持稳健，英唐微 MEMS 有望和光隆集成协同进一步打开成长空间

英唐智控成立于 2001 年，2010 年于深交所创业板上市，公司主要从事电子元器件分销、半导体设计与制造等业务，在全球四个国家或地区设立有 22 个分公司或子公司，是中国领先的半导体元器件综合解决方案供应商之一。

图11、公司发展历程



数据来源：公司官网及公告、爱集微，兴业证券经济与金融研究院整理

公司主营业务为电子元器件分销，芯片设计制造及软件研发销售等业务，分销业务覆盖汽车、PC/服务器、手机、家电、公共设施、工业等多个行业，积累了丰富的客户资源，手机及汽车业务是公司目前分销业务中占比最大的两类。电子元器件分销业务主要将上游原厂的产品提供给下游客户，销售包括功率/模拟器件、Soc/MCU、显示驱动芯片、模块模组、第三代半导体、激光发射器、MEMS 传感器等电子元器件产品。2024 年公司分销业务营业收入为 48.82 亿元，占比为 91.31%。

图12、公司分销业务

功率/模拟器件 功率 / 模拟器件	矽力杰Silergy	SANKEN(三盛)	ROHM 罗姆	美滴森Msemitex	芯迈	晶艺	基伟半导体
Soc / MCU SOC / MCU	XHSC 芯华半导体	HDSC 华大半导体					
显示驱动芯片 显示驱动芯片	MANTIX 曼迪克斯	新思 Synaptics	豪威 OmniVision				
模块模组 功率 / 模拟器件	埃瓦科技 AIVATECH	海华 AzureWave	移远 QUECTEL				
第三代半导体 半导体设计	基伟半导体 BASIC	英诺赛科 Innoscience					
激光发射器 激光发射器	瑞臣科技 RAYSEES						
MEMS传感器 MEMS传感器	矽睿科技	敏芯 MEMSensing	明泰 MIRAMEMS	楼氏 Knowles			
被动器件 被动器件	美尔森 Mersen	安费诺 Amphenol	米海龙 MICRON	松下 Panasonic			
存储芯片 存储芯片	晶存	佰维 Biwin	芯天下XTX	紫光存储 UNIC MEM...	恒烁 Zbitsemi	东芯 Dosilicon	

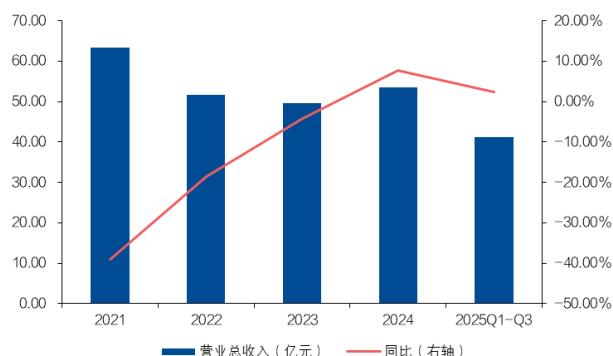
数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

芯片设计制造业务是公司重要的战略发展板块，主要包括 MEMS 微振镜和车载显示芯片两类核心产品，MEMS 微振镜项目直径规格涵盖 4mm、1mm、1.6mm、8mm，显示芯片项目包含 DDIC、TDDI 两类车载显示芯片，可以支持仪表盘、后视镜显示屏、中控屏、娱乐显示屏等车载显示屏幕。2024 年公司芯片设计业务收入营收为 4.35 亿元，占比为 8.14%，较 2023 年提高 1.12pct。

2025 年前三季度，公司实现营业总收入 41.13 亿元，同比增长 2.40%，归母净利润 0.26 亿元，同比增长-43.67%；其中，2025Q3 实现营业总收入 14.74 亿元，同比增长 0.47%，归母净利润-0.05 亿元。

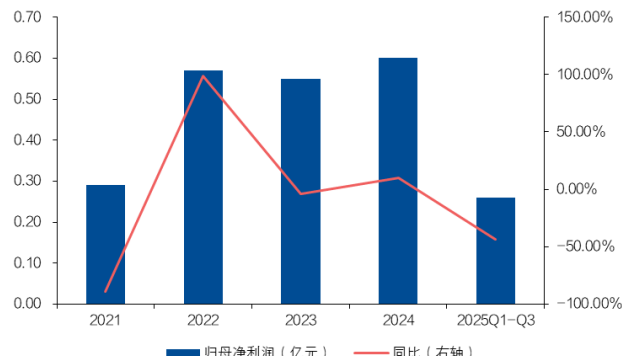
2025 年前三季度，公司电子元器件分销业务实现收入 37.73 亿元，较上一年同比增长 2.72%，延续了稳健发展态势，芯片设计制造业务实现营业收入 3.27 亿元，较上年同期增长 1.60%，随着成果的逐步转化，公司有望在芯片设计制造业务板块实现突破。

图13、公司营业收入情况



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、公司归母净利润情况

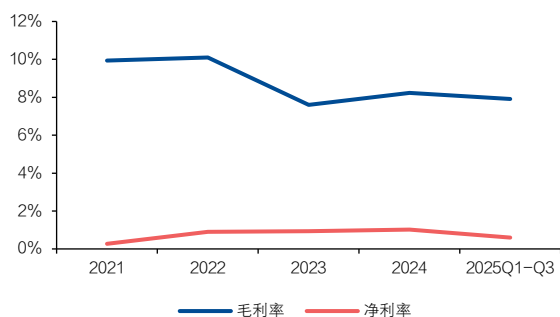


数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

毛利率方面，公司保持相对稳定态势，2025Q1-Q3，公司实现毛利率 7.91%，较 2024 年 Q1-3 上升 0.07pct，净利率 0.59%，由于公司研发费用率提升速度较快，故相较于 2024 年 Q1-3 下滑 0.42pct。其中，2025Q3 毛利率和净利率分别为 7.87%、-0.36%。

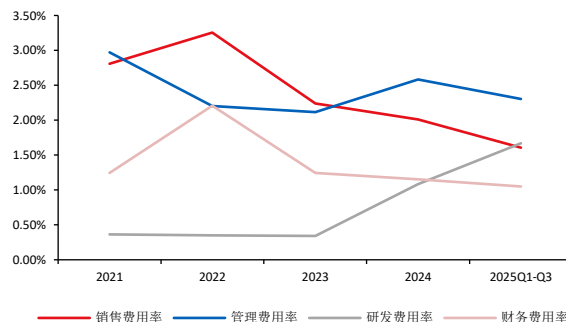
费用率方面，公司持续加大在显示驱动芯片领域的研发投入，公司近几年研发费用率稳步提升，同时，公司管控费用增加效能，销售、管理、财务费用率呈现逐年下降态势。2025 年 Q3 单季度公司销售、管理、财务、研发费用率分别为 1.56%、2.29%、1.25%、2.30%。

图15、公司盈利能力情况



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、公司费用率情况



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

目前，公司建设的 MEMS 微振镜项目自动化装配产线已经调试完成，进入批量生产阶段。公司与全资子公司日本英唐微技术联合研发的 MEMS 微振镜直径规格涵盖 4mm、1mm、1.6mm，其 4mm 产品已经率先在工业领域客户取得批量订单，并积极与激光雷达、工业、机器人、无人机、医疗器械、智慧交通等领域客户保持密切联系，其他规格的 MEMS 微振镜产品开发亦正按计划稳步推进。公司近期也与欧摩威签署了《战略合作框架协议》，欧摩威拟将其 LBS 项目的 MEMS 芯片的定制开发以及模组生产等工作交由公司完成。

公司通过“收购光隆集成+日本英唐微技术 MEMS 制造工艺”加强 OCS 布局。公司拟收购光隆集成，进一步加强在 OCS 中的 MEMS 技术布局。公司全资子公司日本英唐微技术，在 MEMS 领域拥有丰富的研发经验，形成了多项专利技术，并拥有 6 英寸晶圆器件产线。MEMS 阵列作为 MEMS OCS 的核心部件，如果收购成功，公司未来可以通过光隆集成所拥有的基于 MEMS 技术 OCS 系统与英唐智控在 MEMS 微振镜领域形成技术共创，两者协同，在公司拥有的 MEMS 阵列的 Fab 生产领域展开合作，为 OCS 放量提供产能保障，进一步拓宽公司在 OCS 领域的市场空间。

四、盈利预测

基于上文预测，我们预计，公司分销业务维持稳定态势，未来几年的增速保持稳定，在 0-5% 的区间波动，芯片设计业务随着研发成果的不断转化，未来几年有望保持 20% 左右的增速，我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 54.58/56.73/59.03 亿元。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.35、0.55、0.80 亿元，对应 2025 年 12 月 26 日收盘价 PE 为 480.8/307.7/212.5 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

五、风险提示

收购失败风险:目前公司进展为拟收购，若后续收购失败，可能导致公司未来业务受到影响。

下游数据中心技术变换风险:目前数据中心技术迭代速度快，若后续技术变更，公司研发进展未跟上，可能导致公司未来业务受到影响。

下游需求增速变缓风险:若下游数据中心 capex 投资放缓或者半导体行业需求减弱，可能导致公司未来业务受到影响。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2234	2462	2459	2461
货币资金	523	377	300	227
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	927	1165	1209	1257
预付款项	36	50	52	54
存货	644	742	762	782
其他	104	127	135	141
非流动资产	1360	1478	1572	1635
长期股权投资	110	110	110	110
固定资产	141	143	135	128
在建工程	0	16	13	10
无形资产	445	515	623	693
商誉	378	378	378	378
其他	286	314	312	315
资产总计	3594	3940	4031	4096
流动负债	1712	1816	1855	1893
短期借款	665	666	666	666
应付票据及应付账款	564	554	576	598
其他	482	595	612	629
非流动负债	142	135	132	128
长期借款	43	40	37	33
其他	99	96	96	96
负债合计	1853	1951	1987	2022
股本	1135	1135	1135	1135
未分配利润	528	774	821	839
少数股东权益	-2	-4	-4	-4
股东权益合计	1741	1988	2044	2074
负债及权益合计	3594	3940	4031	4096

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	60	35	55	80
折旧和摊销	86	104	111	113
营运资金的变动	173	-296	-47	-48
经营活动产生现金流量	413	-101	163	188
资本支出	-242	-171	-202	-172
长期投资	-70	-7	-2	-3
投资活动产生现金流量	-312	-220	-204	-175
债权融资	-92	-6	-3	-4
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-122	-40	-36	-36
现金净变动	-47	-361	-77	-23

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5346	5458	5673	5903
营业成本	4906	4990	5187	5379
税金及附加	7	8	8	8
销售费用	107	109	113	118
管理费用	138	134	125	121
研发费用	58	87	91	109
财务费用	62	72	75	66
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-6	0	0	0
信用减值损失	-5	-2	-2	-2
资产减值损失	-26	-20	-10	-10
营业利润	33	37	63	91
营业外收支	22	2	1	1
利润总额	55	39	64	92
所得税	0	5	8	12
净利润	55	34	55	80
少数股东损益	-5	-2	0	0
归属母公司净利润	60	35	55	80
EPS(元)	0.05	0.03	0.05	0.07

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	7.8%	2.1%	3.9%	4.1%
营业利润增长率	-23.4%	11.0%	71.6%	44.4%
归母净利润增长率	9.8%	-41.2%	56.3%	44.8%
盈利能力				
毛利率	8.2%	8.6%	8.6%	8.9%
归母净利率	1.1%	0.6%	1.0%	1.4%
ROE	3.5%	1.8%	2.7%	3.9%
偿债能力				
资产负债率	51.6%	49.5%	49.3%	49.4%
流动比率	1.31	1.36	1.33	1.30
速动比率	0.89	0.90	0.87	0.84
营运能力				
资产周转率	146.9%	144.9%	142.3%	145.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.05	0.03	0.05	0.07
每股经营现金	0.36	-0.09	0.14	0.17
估值比率(倍)				
PE	282.6	480.8	307.7	212.5
PB	9.8	8.6	8.3	8.2

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：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 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。

本公司为凌云光(688400)做市商。但上述持仓不曾、不会、不会对研究业务的独立性、客观性产生影响。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

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外大街甲 6 号世界财富大厦 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