民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2021 年 1 月 20 日

● 客户观点反馈

客户表示近期虽然市场震荡有所加剧，板块的分化也愈加明显，但不必过分在意市场短期波动，而应着眼于长期的收益表现。短期来看，部分基本面出现边际改善的赛道龙头公司开始显现新的性价比，如银行、计算机；长线投资来看，科技、消费、医药仍是黄金赛道。

● 行业观点

【民生商贸零售】行业深度报告：大浪淘沙，医美机构“整合期”悄然而至

（顾熹闽，分析师 S0100519080001，021-60876707）

我国医美行业处于黄金成长期，民营机构成为服务终端的中坚力量

2015-2019 年我国医美服务市场复合年增长率高达 22.53% ，2018 年中以总收益 183.79 亿美元，占全球 13.5%的市场份额，已成为仅次于美国的全球第二大医美服务市场，但相比日本、韩国等成熟市场渗透率仍处于较低水平，中长期看在供需共振的驱动下至少有 3 倍以上的增长空间。与此同时，政策的开放和资本的助力为私营机构进入医美行业提供了动力，根据艾瑞咨询数据，截至 2019 年我国有超过 13000 家私营医美机构，此外，根据《中国医美“地下黑针”白皮书》，医美市场还生存着超 60000 家的无执照的“黑机构”，质量参差不齐，导致整个医美下游服务市场大而分散。

野蛮生长导致乱象丛生，规范化大势所趋

私营医美机构的野蛮生长，也导致行业乱象丛生，品牌形象难以树立，制约其健康发展的两大主要原因：1）非法执业现象严重，市场秩序混乱。庞大医美需求和正规机构及医生培养和数量增长的不匹配，同时获利和违法成本不成正比，监管难度大等因素助长医美行业乱象丛生，在机构、医生和药械的合法化方面均出现了严重的不规范现象。2）过度依赖营销，多数私营机构陷入高毛利低净利的困境，私营医美机构不同于公立医院天然具有良好的声誉保证，对营销宣传等手段具有极强的依赖性，营销渠道和销售费用合计能占到总成本的 70%以上，叠加行业内同质化的竞争愈发严重，激起激烈的“价格战”，正规机构也不得不通过低价微整形引流，低价引流+疯狂打广告共同挤压医美机构的利润空间。

行业洗牌格局已定，机构连锁化运营有望冲出围墙

严监管+自然淘汰助推了医疗机构的“倒闭潮”，加速行业洗牌，合法机构有望进一步收回“黑医美”的市场份额。1）严监管发力，促进医美机构规范化发展；2）新氧、更美等互联网医美平台的兴起，减少了信息不对称性的同时有望重塑成本结构；3）资本化助力机构扩张加速，推动行业集中度提升，优质医美企业有望进一步收获市场红利。连锁医美机构初步发挥其规模化效应、口碑打造和招募优秀人才的优势，不断向连锁集团化运营迈进。

投资建议

在医疗美容行业 17 年以来监管力度大幅加强的背景下，整合效应明显，头部优质医美机构有望同行业的上升周期共振，最终实现业绩和估值的戴维斯双击，一改此前投资者认为的下游医美机构无投资价值的观念，给予“推荐”评级。建议关注奥园美谷、朗姿股份、华韩整形、瑞丽医美、医美国际、香港医思医疗。

风险提示

宏观经济下行，核心管理人员或明星医生流失，医疗事故导致行业形象受损

民生证券研究院

分析师：田铭

执业证号： S0100516010001

电话： 0755-22662077

邮箱： tianming@mszq.com

昨日重点研报

【民生电子】汽车功率半导体行业深度：成长行业“优质赛道”，国内龙头旭日东升

【民生商贸零售】行业深度报告：大浪淘沙，医美机构“整合期”悄然而至

【民生食品饮料】今世缘（603369）2020 年度业绩预告点评：“十三五”平稳收官，“十四五”剑指百亿

【民生军工】宏达电子（300726）简评报告：全年业绩显著提升，看好持续高增长

【民生电子】汽车功率半导体行业深度：成长行业“优质赛道”，国内龙头旭日东升（王芳，分析师 S0100519040001，021-60876730）

汽车功率半导体 5 年近 7 倍空间，IGBT 最受益

政策支持、节能减排双重驱动，新能源汽车加速渗透，预计 2025 年国内新能源汽车渗透率将达到 20%，2030 年欧盟新能源汽车渗透率将达到 40%。汽车电动化趋势下车用功率半导体单车价值大幅提升。据英飞凌统计，功率半导体 ASP 将从传统燃油车的 71 美元大幅提升至全插混/纯电汽车的 330 美元，是传统燃油车的 4.6 倍。根据我们的测算，预计 2025 年全球汽车功率半导体市场规模将达到 80 亿美元，2025 年全球新能源车用功率半导体市场规模将达到 53 亿美元，是 2020 年的 7.3 倍，年复合增速高达 48.8%，未来十年中美欧三地区新能源汽车充电桩用 IGBT 市场将有 94 亿美元增量空间。目前车用功率半导体中主要用到的是 IGBT 和 MOSFET，而 IGBT 在新能源车中是电驱系统主逆变器的核心器件，并可用于辅逆变电路、DC/DC 直流斩波电路、OBC（充电/逆变）等，单车价值达到 273 美元，占车用功率半导体 ASP 的 83%，是绝对大头。我们预计 2025 年全球新能源汽车 IGBT 市场规模将达到 44 亿美元，年复合增速约 48.8%，是电动化趋势下的汽车功率半导体中最受益品种。

产品、工艺、先发优势三大壁垒构筑强护城河

1）产品壁垒：车规级 IGBT 需具备使用寿命长、故障率低、抗震性高等严格要求，能适应“极热”“极冷”的高低温工况、粉尘、盐碱等恶劣的工况环境，承受频繁启停带来的电流频繁变化，对产品要求极高。2）工艺壁垒：车规级 IGBT 设计时需保证开通关断、抗短路和导通压降三者的平衡，参数优化特殊复杂。生产制造时薄片工艺容易碎裂、正面金属熔点限制导致退火温度控制难度大。此外，IGBT 模块封装的焊接和键合环节技术要求同样较高。3）认证周期长、替换成本高、具备经验曲线效应，行业先发优势明显。a）车规级 IGBT 需满足可靠性标准、质量管理标准、功能安全标准，才有资格进入一级汽车厂商的供应链，认证周期一般至少 2 年。b）由于 IGBT 模块是汽车中的关键部件，下游厂商出于安全性、可靠性的考虑，替换时往往呈谨慎态度，只有经过大量验证测试并通过综合评定后，才会做出大批量采购决策，替换成本高。c）IGBT 业务需要长期的经验积累才能达到良好的 know-how 水平。d）IGBT 行业属于资本密集型行业，生产、测试设备基本需要进口。此外，对 IGBT 生产企业的流动资金需求量也较大，新进入者在前期往往面临投入大、产出少的情况，需要较强的资金实力作后盾，才能持续进行产品的研发、生产和销售。综合来看，IGBT 行业中的先行企业具有明显的先发优势。

竞争格局优成为成长行业优质赛道，但当前国产化率仍然较低

据 Omdia 2019 年统计数据，全球 IGBT 模块前十大厂商占据了 76%份额，市场份额集中，竞争格局较好。车规级 IGBT 方面，由于较高的行业壁垒，2019 年中国新能源汽车 IGBT 模块 CR4 份额合计达 81%，呈现寡头垄断格局。其中，英飞凌市占率 58.2%排名第一，比亚迪市占率 18%排名第二，三菱电机、赛米控分列第三、第四。车用 IGBT 凭借广阔的成长空间和良好的竞争格局已成为成长行业中的优质赛道。但 2019 年中国新能源汽车 IGBT 前十大厂商中仅有比亚迪、斯达半导及中车时代电气三家国内厂商入围，市场份额合计 20.4%，国产替代空间广阔。

多重因素加速国产替代，国内厂商未来发展潜力巨大

多重因素加速国产替代：1）中国已是全球最大的汽车消费市场，且未来汽车消费需求仍将提升，为国内 IGBT 厂商提供了良好的发展契机。2）贸易摩擦加剧，半导体自主可控需求日益迫切。3）国内厂商率先布局新能源汽车产业，抢占先发优势，随着国内新能源车厂商的份额提升，出于供应链安全考虑，预计将更多采用国内半导体厂商产品。4）国内 IGBT 厂商具备性价比高、响应速度快等本土化服务优势，契合新能源车降本增效需要，有望实现份额提升。5）政策鼓励、资金支持助力国内 IGBT 行业快速发展。国内市场空间方面，根据我们的测算，预计 2025 年中国新能源车用功率半导体市场规模将达到 177 亿元，是 2020 年的 6 倍，年复合增速高达 44%，预计 2025 年中国新能源汽车 IGBT 市场规模将达到 147 亿元，年复合增速约 44%。2025 年中国充电桩用 IGBT 市场规模将达 109 亿元，复合增速达 35%。综合以上分析，我

们认为车用 IGBT 国产替代进程将加速推进，结合目前较低的市场份额占比和广阔的行业成长空间，未来国内 IGBT 厂商增长潜力巨大。

产能紧张短期内较难缓解，功率半导体景气持续上行

5G 商用以及疫情宅经济加速推动社会数字化转型，新能源车、家电、数码等终端设备市场景气度转暖，带动半导体需求增长，叠加半导体厂商因供应链安全需要提高安全库存，多项因素共振导致半导体产能紧张，目前各大晶圆代工厂商均处于满产状态。从全球来看，IC insight 预计 2021 年全球将新增 2080 万片等效 8 寸晶圆产能，从国内来看，在建的晶圆制造等效 8 寸产能约 2796 万片/年，大部分集中在 2022 年投产。但考虑到新产线投产后约有 3-5 年的产能爬坡期，短期内产能紧张较难缓解。受益于新能源汽车和充电桩需求的快速提升，预计全球仅车规级 IGBT 模块所需的 8 寸晶圆量就达 169 万片，较 2020 年增长 5.4 倍，晶圆制造需求缺口巨大。年初以来海内外各大芯片厂商纷纷上调产品价格或延长交期，预计半导体产业链景气度仍将持续上升。

投资建议

新能源汽车加速渗透，汽车电动化趋势下带动功率半导体单车价值大幅提升。根据我们测算，预计 2025 年全球汽车功率半导体市场规模将达 80 亿美元，2025 年全球新能源车用功率半导体市场规模将达 53 亿美元，CAGR 高达 48.8%，5 年 7 倍空间。产品类型上，车用功率半导体中 IGBT ASP 占比达 83%，是电动化趋势下的最受益品种。壁垒方面，车规级 IGBT 产品、工艺、先发优势三大壁垒构筑强护城河，且该行业竞争格局良好，2019 年中国新能源汽车 IGBT 模块 CR4 份额合计 81%，成为成长行业优质赛道。但当前国产化率仍然较低，前十大厂商中仅三家国内厂商入围，市场份额合计 20.4%。展望未来，我们认为车用 IGBT 国产替代将加速推进，结合目前较低的市场份额和广阔的成长空间，国内 IGBT 厂商增长潜力巨大。此外，当前功率半导体需求旺盛，产能紧张，在建的国内晶圆制造产能大都集中在 2022 年投产，还需经过 3-5 年的产能爬坡，预计短期内产能紧张较难缓解，功率半导体产业链仍将景气向上。

建议关注：斯达半导、中车时代电气、闻泰科技。华润微、新洁能、立昂微。

风险提示

新能源汽车销量不及预期，国内企业技术进步不及预期，产品替代风险。

● 个股观点

【民生食品饮料】今世缘（603369）2020 年度业绩预告点评：“十三五”平稳收官，“十四五”剑指百亿

（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

一、事件概述

1 月 18 日公司发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年度实现营业收入约 51 亿元，同增约 2.3 亿元，同比+4.7%左右;预计实现归属于上市公司股东的净利润约 15.5 亿元，同增约 0.92 亿元，同比+6.3%左右；预计归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润约 15.4 亿元，同增约 1.01 亿元，同比+7%左右。

二、分析与判断

20Q4 营收增速放缓，盈利水平提高，“十三五”平稳收官

公司预计 2020 年营收/归母净利润分别同比+4.7%/+6.3%左右，略低于我们此前预期。业绩预告对应 20Q4 单季度营收约 9.05 亿元，同比+19.39%，较 20Q3 单季度营收增速环比-1.59ppt，主要系白酒动销进入淡季叠加今年春节较去年晚，部分销售推延至 21Q1；对应 20Q4 单季度归母净利润约 2.37 亿元，对应归母净利率为 26.13%，同比+4.46ppt，单季度盈利能力提升明显，预计主要系销售产品结构优化打开利润空间。公司业绩预告披露“特 A+类”产品收入同增 13%，占比达 60%，占比相较于去年同期+4.02ppt。

五年战略规划纲要出炉，强化“十四五”增长决心

公司在五年战略规划纲要中提到，“十四五”期间公司将持续推荐高质量发展，为实

现“开好局、起好步”的目标，2021 年营收目标 59 亿元左右，争取 66 亿元，2025 年努力实现营收过百亿，争取 150 亿元。公司立足江苏、放眼全国，战略规划务实清晰。在市场拓展上，公司将深耕江苏市场，享受苏酒市场红利，省外因地制宜开市场，制定“全国有影响、华东主战场、关键长三角”的区域策略；在产品上，公司发力国缘，力争做到 V 系攻坚更高价格带、K 系提升尽享次高端、典藏激活主打喜庆市场；在渠道上，公司着力推进省内“控价分利”，坚定推行库存及配额管理以严格管控价格，重视产品终端价盘稳定，为经销商和终端上提价增利，规避化解市场风险。

三、投资建议

根据业绩预告，我们下调此前盈利预测。预计 2020-2022 年实现收入分别为 51.03/63.58/78.39 亿元，同比增长 4.7%/24.6%/23.3%；实现归属上市公司净利润 15.49/19.11/23.80 亿元，同比增长 6.2%/23.4%/24.5%，折合 EPS 1.23/1.52/1.90 元，对应 PE 分别 46X/38X/30X。公司目前估值水平低于白酒板块 2020 年 57 倍 PE（wind 一致预期，算数平均法）的平均水平，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

疫情或经济下滑拖累需求，省内竞争加剧，省外开拓不及预期，食品安全问题等。

【民生电子】韦尔股份（603501）：Q4 业绩大增，长期看好汽车 CMOS 业务

（王芳，分析师 S0100519040001，021-60876730）

一、事件概述

公司公告预计 2020 全年实现归母净利润 25-30 亿元，同比增长 426%-535%，扣非归母 20-25 亿元，同比增长 498%-648%。

二、分析与判断

Q4 大超预期，多领域持续开花，新品放量带动业绩增长：

Q4 实现归母净利润中值 10 亿，环比增长 36%，同比增长 202%。20 年全年公司持续加大多领域布局，在电源管理、信号接口、触控显、TVS、MOSFET、以及射频领域加大研发，多个产品处于国内一流梯队水平，并实现量产出货，芯片平台型公司雏形初现。1H20 公司推出 0.7um 小像素、6400 万像素的 CMOS 芯片，在新品推出+需求驱动的情况下，盈利持续增长。

持续投入 CMOS 芯片，看好汽车 CMOS：

此前公司发行 24.4 亿可转债，加码晶圆封测以及汽车 CMOS，一方面加强公司对芯片生产全流程把控，另一方面有利于公司把握 车载以及安防 CMOS 图像传感器市场机遇。随着新能源车兴起，特斯拉车载镜头采用 8*120 万像素方案，蔚来 ET7 更是采用 11*800 万像素方案，车载 CMOS 有望在龙头厂商带动下迎来增长。

三、投资建议

根据公司业绩预告，我们上调公司 2020-2022 年营业收入至 243/292/351 亿元，归母净利润至 27/40/52 亿元，对应估值 69/46/36 倍，参考截至 2021 年 1 月 18 日 SW 电子最新 TTM 估值 55 倍，考虑到公司为 CIS 领域龙头公司，我们认为公司低估，维持“推荐”评级。

四、风险提示

疫情控制不达预期、中美贸易摩擦升级、下游客户出货量不及预期

【民生军工】宏达电子（300726）简评报告：全年业绩显著提升，看好持续高增长

（王一川，分析师 S0100518020001，(010)85127513）

一、事件概述

1 月 18 日，公司发布 2020 年度业绩预告，预计归母净利润同比提升 55%-75%，盈利 45413.48 万元-51273.29 万元。

二、分析与判断

1、全年业绩大幅提升，盈利能力进一步提升

2020 年全年，公司预计归母净利润同比提升 55%-75%，盈利 45413.48 万元-51273.29 万元。单季度来看，Q4 预计实现归母净利润 11771.6 万元-17631.41 万元，同比提升

123.52%-234.78%，业绩延续高增长。报告期内公司下游高可靠客户需求旺盛，订单持续增长，公司主营钽电容器业务继续保持行业优势地位的同时，部分子公司新产品业务在需求牵引下进一步发展，订单和收入均取得较大幅度增长。公司在供需两旺、营收增长的情况下，规模效益初显，生产效率和管理效率提升，盈利能力进一步增强。

2、军用钽电容领导者，看好长期稳定增长

公司是军用钽电容器核心供应商，下游客户主要为航空和电子，业务主体为公司各事业部和湘怡中元。公司在传统的金属封装钽电容基础上不断拓展，陆续推出高能混合钽电容器和高分子钽电容器等新一代的钽电容器，在行业中地位显著。报告期内，民用钽电容器市场受国际疫情影响缺货涨价，国产化替代需求进一步提升，公司民用产品的订单和收入均有较大幅度增长。“十四五”期间，我国武器装备采购有望大幅提升，高性能钽电容需求有望随之增长，我们看好公司军品钽电容保持高增长。

3、通过孵化模式，非钽品类扩张迅速

公司通过打造平台，以孵化的形式扩充品类，目前已经从核心产品钽电容扩展到多层瓷介电容器、单层瓷介电容器、薄膜电容器、高分子片式铝电容器、超级电容器等，近年来非钽业务占比达到 70%，增速接近 100%。7 月 9 日，公司公告将对外投资建设 5G 元器件生产基地，项目主要产品包括 MLCC、SLCC、环行器隔离器、电源微电路模块等，将扩大公司电子元器件生产规模并提高市场竞争力。我们认为，随着品类的不断扩充，以及各项产品的不断发展，非钽业务空间更加广阔。

三、投资建议：公司是军用钽电容核心供应商，非钽业务发展迅速，我们看好公司长期发展。预计公司 2020～2022 年 EPS 分别为 1.21、1.70 和 2.30 元，对应 PE 为 65X、46X 和 34X，可比公司鸿远电子、火炬电子、振华科技平均估值为 67X，维持“推荐”评级。

四、风险提示：武器装备采购不达预期；非钽业务发展不达预期

【民生金融】江苏银行(600919):资产质量近年最佳，贷款规模加速扩张

（郭其伟，分析师 S0100519090001，0755-22662075）

一、事件概述

1 月 18 日公司发布 2020 年业绩快报：全年归母净利润同比增长 3.06%（前三季度增速+0.64%），营收同比增长 15.68%（前三季度增速+12.96%）。全年年化加权 ROE 11.91%（前三季度年化加权 ROE 12.71%），同比下降 74bp。

二、分析与判断

营收和业绩加速增长，净息差基本稳定

公司全年营收同比增速较前三季度提升 2.72pct 至 15.68%，继续保持双位数较快增长。全年业绩同比增速较前三季度提升 2.42pct 至 3.06%，可能是得益于非息收入拖累大幅减轻，其次我们判断拨备等因素发挥了一定正面贡献。根据测算，公司全年净息差较前三季度基本持平。未来随着疫情好转，公司有望继续把握经济复苏趋势，加大贷款投放力度，进而对息差形成支撑。

不良率和拨备覆盖率近年最佳，资产质量边际改善

根据测算，公司在 2020Q4 主动加大不良贷款计提与处置核销力度，加快风险出清。Q4 单季度不良贷款年化生成率环比小幅上行。Q4 末不良率环比下降 1bp 至 1.32%，创下近 6 年以来新低。拨备覆盖率环比提升 5.67pct 至 255.74%，处于近 8 年以来最高水平，抵御风险能力进一步加强，利润反哺空间得到增厚。

资本充裕且补充可期，支撑规模加速扩张

公司在 2020 年底完成配股，有效缓解了核心资本压力，解除了发展的主要制约因素。充足的资本为公司加大贷款投放、加快规模扩张打下了坚实的基础。Q4 末贷款余额同比增速较 Q3 末提升 2.53pct 至 15.48%，带动资产总额同比增速较 Q3 末提升 3.58pct 至 13.21%。由于截至 2020 年底，公司尚有约 199.99 亿元可转债未转股，未来资本补充仍然可期。我们预计公司在摆脱资本瓶颈后将步入快速发展通道，看好公司下一步扩张。

三、投资建议

公司基本面向好，资产质量持续改善，已经摆脱了资本约束，有望打开成长空间。我们看好公司深耕江苏和向零售业务转型所具备的发展潜力，预测 2021-2023 年公司的归母净利润增速分别为 4.68%、7.30%和 9.97%，对应 2021 年末 BVPS 为 10.10 元，静态 PB 为 0.55 倍，低于上市城商行 0.88 倍的平均水平，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

疫情反复使资产质量承压；利率中枢下降，经济复苏不及预期。

● 风险提示

宏观政策变化的风险，疫情反复，个股业绩不达预期的风险。

分析师简介

田铭，英国南安普顿大学国际银行与金融研究硕士。2011年加盟民生证券，原新三板分析师。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。