

2025 年 03 月 03 日

中京电子(002579.SZ)

投资评级：增持（首次）

——经营拐点或现，产能爬坡带动趋势向上

投资要点：

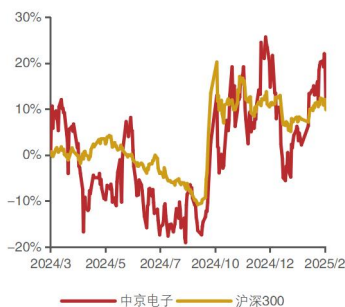
- **PCB行业重回增长,2025年全球市场有望达968亿美元。**全球PCB行业在经历2023年短暂下滑后,预计将随AI技术、新能源及新一代通信技术等需求复苏重回增长轨道。中商产业研究院预测,2024年全球市场规模有望达880亿美元,2025年增至968亿美元,中国大陆作为全球最大生产基地,国产替代与高端化趋势显著。高端产品如HDI、高频高速多层板、封装基板等受益于5G基站、汽车电子化及AI驱动,2023年-2028年复合增长率有望达6%-8%。行业结构性机遇明确,但需关注宏观经济波动及下游需求变化风险。
- **中京电子深耕高端PCB领域,技术及客户积累优势显著。**中京电子作为国内高端PCB领域领先企业,技术优势显著,已实现高阶HDI、HLC等产品的量产及多家终端客户认证,经过近年的产能爬坡和管理改善及优化,珠海新工厂的高端产能加速释放,产品结构持续优化升级,高端制造能力持续提升。此外,公司深度绑定多家细分市场头部客户,订单稳定性强,下游覆盖5G通信、汽车电子、AI服务器等高景气赛道,产品结构持续优化,叠加新产能释放,为业绩增长提供核心驱动力。
- **预计2024年营收同比增长,2024Q4单季度扭亏。**2024年前三季度,公司实现营收20.75亿元,2024年,公司进一步优化产品和客户结构,更好地匹配高端产线的产能需求,并陆续完成多家全球知名终端大客户的导入,根据公司2024年业绩预告,2024年度公司实现的营业收入较上年有所上升;此外,公司通过持续降本增效,单四季度预计实现扭亏。2024年前三季度,公司归母净利润端亏损为9400万元,并通过持续优化产品结构,并大力推行降本增效系列举措,由此,预计公司单四季度实现归母净利润366.27-2366.27万元,实现扭亏。
- **盈利预测与评级:**我们预计中京电子2024-2026年归母净利润分别为-0.83/0.87/1.40亿元,同比增速分别为39.32%/204.72%/60.39%,25-26年PE对应分别为60.57/37.76倍。选取A股PCB行业可比公司生益电子、兴森科技作为参考,其2025年平均PE约64.26倍。公司深耕高端PCB领域,受益于5G通信、汽车电子及AI服务器需求增长,叠加珠海新产能逐步释放,业绩弹性可期。首次覆盖,给予“增持”评级。
- **风险提示:下游需求不及预期风险;原材料价格波动风险;规模扩大带来的管理风险。**

证券分析师

葛星甫
SAC: S1350524120001
gexingfu@huayuanstock.com
王硕
SAC: S1350524120002
wangshuo@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 02 月 28 日

收盘价(元)	8.62
一年内最高/最低(元)	10.08/6.15
总市值(百万元)	5,280.77
流通市值(百万元)	5,015.83
总股本(百万股)	612.62
资产负债率(%)	57.70
每股净资产(元/股)	3.92

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,054	2,624	2,963	3,646	4,491
同比增长率(%)	3.72%	-14.10%	12.93%	23.04%	23.18%
归母净利润(百万元)	-179	-137	-83	87	140
同比增长率(%)	-220.97%	23.39%	39.32%	204.72%	60.39%
每股收益(元/股)	-0.29	-0.22	-0.14	0.14	0.23
ROE(%)	-6.67%	-5.51%	-3.46%	3.50%	5.31%
市盈率(P/E)	-29.49	-38.49	-63.43	60.57	37.76

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计中京电子（002579.SZ）2024–2026 年归母净利润分别为 -0.83/0.87/1.40 亿元，同比增速分别为 39.32%/204.72%/60.39%，25–26 年 PE 对应分别为 60.57/37.76 倍。选取 A 股 PCB 行业可比公司生益电子、兴森科技作为参考，其 2025 年平均 PE 约 64.26 倍。公司深耕高端 PCB 领域，受益于新一代通信、汽车电子及 AI 需求增长，叠加珠海新产能逐步释放，业绩弹性可期。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

刚性电路板：受益于网络通信、新型高清显示（MiniLED/MicroLED）、智能终端、汽车电子、安防工控等下游应用领域景气度提升，预计公司刚性电路板业务 2024–2026 年收入增速为 10%/25%/25%；

柔性电路板及其应用模组：得益于公司柔性电路板业务在显示模组（OLED & LCM & CTP）、智能游戏机、动力电池管理系统（BMS）、摄像头模组（CCM）、生物识别模组、高可靠性汽车电子等应用领域具有较强的竞争优势，预计公司该板块 2024–2026 年业务收入增速为 25%/20%/20%。

投资逻辑要点

技术优势+产能扩张：公司专注高阶 HDI、IC 载板等高端产品，珠海富山基地达产后总产能持续提升，打破产能瓶颈；

下游需求高景气：新一代通信技术、汽车智能化、AI 驱动 PCB 量价齐升，公司产品结构持续优化；

客户资源优质：深度绑定各行业头部客户，订单稳定性强。

核心风险提示

下游需求不及预期风险；原材料价格波动风险；规模扩大带来的管理风险。

内容目录

1. 深耕 PCB 行业，高端化与产能扩张双轮驱动	5
1.1. 领先的 PCB 综合服务商，聚焦高端市场	5
1.2. 经营持续改善，2024Q4 单季度预计实现扭亏	6
2. 需求升级+国产替代，PCB 行业迎来结构性机遇	6
2.1. 全球 PCB 产值有望超 900 亿美元，国内是最大的 PCB 市场	6
2.2. 积累高端产品柔性制造优势，加强优质客户绑定	7
3. 盈利预测与评级	8
4. 风险提示	9

图表目录

图表 1：公司发展历史	5
图表 2：公司股权架构（截至 2024 年 10 月 17 日）	5
图表 3：公司营业收入变动	6
图表 4：公司归母净利润变动	6
图表 5：全球 PCB 市场规模	7
图表 6：国内 PCB 市场规模	7
图表 7：不同产品类型 2023 年-2028 年复合增速	7
图表 8：研发费用率稳步提升	8
图表 9：HDI 产品技术发展蓝图	8
图表 10：可比公司估值表	9

1. 深耕 PCB 行业，高端化与产能扩张双轮驱动

1.1. 领先的 PCB 综合服务商，聚焦高端市场

中京电子成立于 2000 年，为客户提供一站式 PCB 解决方案，专业研发、生产和销售刚性多层和高多层电路板（MLB、HLC）、高密度电路板（HDI）、柔性电路板及贴装（FPC & FPCA）、刚柔结合板（R-F）为国家级火炬计划重点高新技术企业，是中国电子电路行业协会 CPCA 副理事长单位，CPCA 行业标准制定单位之一。公司紧跟市场变化，持续优化产业结构，积极布局高端 PCB 市场，经过多年的发展，凭借丰富的行业经验、先进的技术水平和高效创新的管理团队，中京电子已构筑起集研发、生产、销售和服务于一体的现代化经营管理体系，产品广泛应用于消费电子、网络通信、汽车电子、新型显示、安防工控、医疗健康及以人工智能、大数据与云计算、物联网、生物识别、智能穿戴、智能家居、无人机等为代表的新兴应用领域。

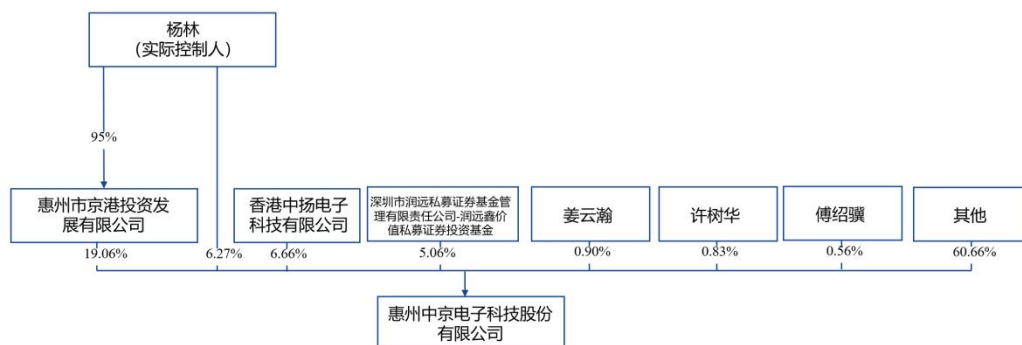
图表 1：公司发展历史



资料来源：公司官网，华源证券研究所

坚持市场导向，产品结构完善。公司在生产经营中始终以市场为指引，重点发展技术含量高、经济附加值高的新兴应用领域产品。目前已形成完善的产品结构，产品涵盖刚性电路板、柔性电路板及其应用模组等，并重点发展高频高速高多层板、高阶 HDI 板、高端 FPC、高端刚柔结合板等产品系列。公司作为国内少数兼具刚柔印制电路板批量生产与较强研发能力的 PCB 制造商，可为客户提供多样化产品选择和一站式服务。

图表 2：公司股权架构（截至 2024 年 10 月 17 日）



资料来源：ifind，华源证券研究所

股权结构稳定，实控人从业经验丰富。截至 2024 年 10 月 17 日，公司实际控制人为杨林，直接和间接持有公司 24.38% 的股权。实控人杨林曾在广东省广州军区部队服役，并在广

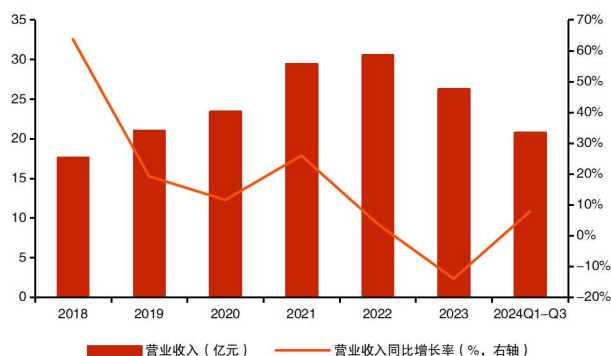
东省惠州市财校和深圳市直属机关工作，历任广东天元电子科技有限公司总经理，深圳市京港投资发展有限公司总经理，惠州中京电子科技有限公司董事长等职务。

1.2. 经营持续改善，2024Q4 单季度预计实现扭亏

持续优化产品和客户结构，推动营收持续改善。2024 年前三季度，公司实现营收 20.75 亿元，根据公司 2024 年业绩预告，2024 年，公司持续优化产品和客户结构，更好地匹配高端产线的产能需求，并陆续完成多家全球知名终端大客户的导入。虽然依旧受行业结构性需求减弱等外部不利环境影响，但公司凭借产品广泛的市场应用领域，积极主动适应客户需求变化，2024 年度公司实现的营业收入较上年有所上升。

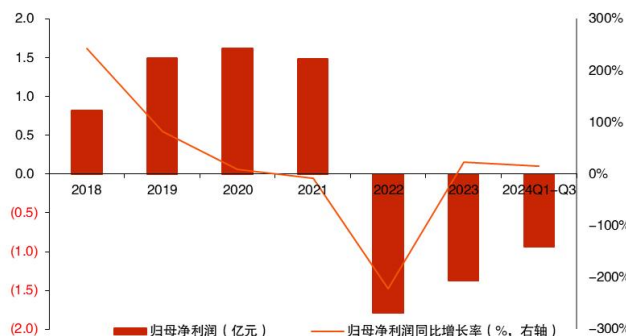
持续降本增效，单四季度预计实现扭亏。2024 年前三季度，公司归母净利润端亏损为 9400 万元，根据公司 2024 年业绩预告，2024 年，公司新工厂设备折旧及公共摊提等固定费用依然处于较高水平，但通过持续优化产品结构，并大力推行降本增效系列举措，公司 2024 年度亏损比上年同期有较大幅度减少，各季度业绩呈现持续改善趋势。根据公司于 2025 年 1 月 17 日发布的 2024 年年度业绩预告，2024 年全年公司预计归母净利润亏损 7000-9000 万，同比减亏 34.41%-48.98%，由此，预计公司单四季度实现归母净利润 366.27-2366.27 万元，实现扭亏。

图表 3：公司营业收入变动



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 4：公司归母净利润变动



资料来源：ifind，华源证券研究所

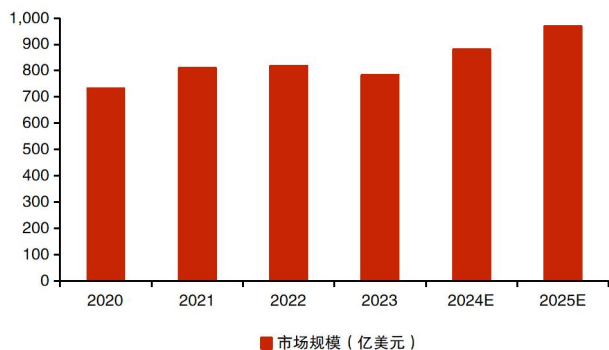
2. 需求升级+国产替代，PCB 行业迎来结构性机遇

2.1. 全球 PCB 产值有望超 900 亿美元，国内是最大的 PCB 市场

全球 PCB 市场空间有望超 900 亿美元，国内市场占比超过 60%。PCB 作为电子元器件支撑体和电气连接载体，下游应用广泛，据中商产业研究院数据统计，2023 年，受全球经济波动和消费电子市场疲软影响，全球 PCB 销售额下滑，市场规模为 783.4 亿美元，同比下降 4.2%。随着 AI 技术普及和新能源车发展，相关 PCB 需求上升，中商产业研究院进一步预测，2024 年全球 PCB 市场规模将达 880 亿美元，2025 年将进一步上涨至 968 亿美元。自 2006 年开始，中国大陆超越日本成为全球第一大 PCB 生产基地，PCB 产值位居世界第一。中国大陆作为全球 PCB 行业的最大生产地，2023 年占全球 PCB 行业总产值的比例已达 54.37%，

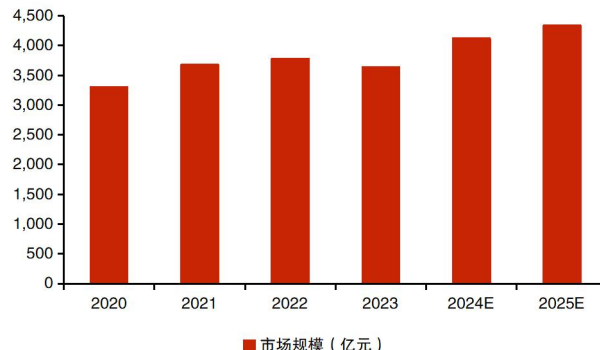
中国大陆已经成为全球 PCB 生产中心，PCB 产值占据全球市场的半壁江山。中商产业研究院数据显示，2023 年中国 PCB 市场规模达 3632.57 亿元，较上年减少 3.80%，预计 2024 年市场回暖，市场规模将达到 4121.1 亿元，2025 年达到 4333.21 亿元。

图表 5：全球 PCB 市场规模



资料来源：中商产业研究院，华源证券研究所

图表 6：国内 PCB 市场规模



资料来源：中商产业研究院，华源证券研究所

多层板是需求主量，封装基板、HDI 成长率或将领衔上升。人工智能、汽车电子化、高速网络、机器人等蓬勃发展将激发高端 HDI、高速多层板、封装基板等细分市场增长，为 PCB 带来新一轮的增长周期，未来 PCB 产业或将保持稳定增长的趋势，Prismark 预计 2023 年至 2028 年间全球 PCB 产值的年复合增长率为 5.4%，中国大陆地区的复合增长率为 4.1%。产品结构方面，高多层板、高频高速板、HDI 板等高端产品预计将保持较高的增速，2023 年-2028 年复合增速分别为 5.5%、7.8%、6.2%。

图表 7：不同产品类型 2023 年-2028 年复合增速

产值复合增长率	多层板			HDI	封装基板	柔性板	其他	合计
	4-6 层	6-18 层	18+层					
美洲	2.7%	3.1%	4.8%	4.8%	38.5%	3.4%	2.2%	3.8%
欧洲	1.8%	2.5%	3.1%	3.9%	57.7%	3.0%	1.6%	3.0%
日本	2.3%	2.7%	3.7%	5.3%	7.6%	3.8%	2.2%	5.4%
中国	2.5%	4.6%	8.6%	6.4%	6.9%	4.4%	1.8%	4.1%
亚洲	9.2%	9.9%	12.1%	6.2%	9.7%	4.7%	9.0%	8.0%
合计	3.4%	5.5%	7.8%	6.2%	8.8%	4.4%	3.1%	5.4%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

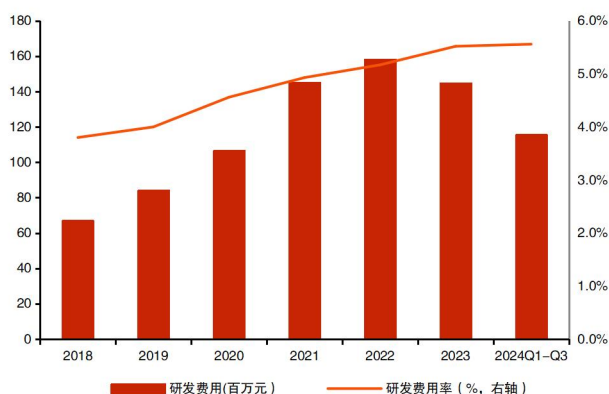
2.2. 积累高端产品柔性制造优势，加强优质客户绑定

持续加强高端产品柔性化制造优势。公司拥有健全的研发体系，积极引进国内外先进的研发及检验、检测装备，建立了用于印制电路板研究检测的物理实验室和化学实验室。同时公司注重研发人才队伍的建设，通过外部引进、内部培养和内外交流的机制来引进和培育行业专业技术人才，为公司的长远发展奠定了人员基础。公司在 PCB 领域深耕二十余年，通过不断的制造经验积累、技术改进，公司逐步定位于高技术附加值 HDI、HLC、FPC、R-F、IC 载板等产品分类结构，强化服务客户能力。公司 2014 年开始进行 HDI 产品开发与大批量生

产，HDI 产品已实现三阶至任意阶（Anylayer HDI）大批量生产能力，技术水平与制造能力达到国内先进水平，目前公司依托珠海富山新工厂项目重点发展 HLC、高阶 HDI（含 Anylayer HDI）等工艺产品，有助于公司进一步夯实、巩固公司产品竞争优势。

着力自动化、智能化、数字化工厂建设进程，强化智能与柔性化制造优势。公司持续推动原有生产基地进行信息化升级及数控设备的工业互联网改造，此外，珠海富山新工厂已构建包括 MES、EAP、APS、QMS、WMS、OA、ERP 等系统在内的智能制造软硬件系统，并致力于打造具备智能与柔性制造能力的 PCB 行业应用数字化示范工厂。

图表 8：研发费用率稳步提升



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 9：HDI 产品技术发展蓝图

项目	2024		2025	2026
	样品	量产		
最高层数 (AnyLayer)	18L	14L	18L	18L
叠构	1+N+1-6+N+6, Anylayer			
成品板厚(mm)	0.30-2.40	0.35-2.40	0.30-2.40	0.25-2.40
最小线宽线距(mm)	0.030/0.030(mSAP)	0.040/0.040(Tenting)	0.020/0.020(mSAP)	0.015/0.015(Coreless)
最小芯板厚(mm)	0.04	0.05	0.04	N/A
最小介电厚(mm)	0.03	0.04	0.02	0.02
最小机械孔径(mm)	0.1	0.15	0.09	0.09
最小微孔孔径(mm)	0.065	0.075	0.06	0.06
最大电铸铜厚(μm)	10: 1	0.334027778	0.417361111	0.417361111
铜孔厚度(mm)	0.135	0.175	0.115	0.115
最大电铸铜厚比(μm)	1:1	0.8:1	0.042361111	0.042361111
填充树脂率(Cu)(mm)	0.015/0.010	0.015/0.010	0.010/0.010	0.010/0.005
防焊开膜对位度(mm)	±0.020	±0.025	±0.015	±0.015
最小BGA间距(gpitch)(mm)	0.3	0.325	0.275	0.25
最小防焊开膜(mm)	0.1	0.15	0.1	0.08
阻抗公差(内层)	±/-8%	±/-10%	±/-7%	±/-7%
表面处理	OSP, ENIG, OSP+ENIG, ENEPIG, GF			

资料来源：公司官网，华源证券研究所

深耕客户需求，持续加强大客户绑定。近年来，公司积极开拓行业细分市场龙头客户，向大品牌、大应用集中，打造优质客户群，拥有 BYD、Wistron、TCL、TP-LINK、BOE、Honeywell、LiteOn、LG、SONY、DELL、VIVO、锐捷网络、深天马、欧菲光、小米科技、丘钛微电子、海康威视、大疆创新等大批知名客户，并先后荣获 BYD、Honeywell、RESIDEO、艾比森、光祥科技、特锐德、龙旗电子等多家知名客户优秀供应商奖。

3. 盈利预测与评级

关键假设：

刚性电路板：受益于网络通信、新型高清显示（MiniLED/MicroLED）、智能终端、汽车电子、安防工控等下游应用领域景气度提升，预计公司刚性电路板业务 2024-2026 年收入增速为 10%/25%/25%；

柔性电路板及其应用模组：得益于公司柔性电路板业务在显示模组（OLED & LCM & CTP）、智能游戏机、动力电池管理系统（BMS）、摄像头模组（CCM）、生物识别模组、高可靠性汽车电子等应用领域具有较强的竞争优势，预计公司相关业务板块 2024-2026 年业务收入增速为 25%/20%/20%。

我们预计中京电子 2024-2026 年归母净利润分别为 -0.83/0.87/1.40 亿元，同比增速分别为 39.32%/204.72%/60.39%，25-26 年 PE 对应分别为 60.57/37.76 倍。选取 A 股 PCB

行业可比公司生益电子、兴森科技作为参考，其 2025 年平均 PE 约 64.26 倍。公司深耕高端 PCB 领域，受益于新一代通信、汽车电子及 AI 需求增长，叠加珠海新产能逐步释放，业绩弹性可期。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 10：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS		PE		
		2025-02-28	24E	25E	26E	24E	25E	26E
688183.SH	生益电子	29.49	0.38	0.88	1.26	77.61	33.51	23.40
002436.SZ	兴森科技	12.35	0.02	0.13	0.24	617.50	95.00	51.46
	算术平均					347.55	64.26	37.43
002579.SZ	中京电子	8.62	-0.14	0.14	0.23	-63.43	60.57	37.76

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：收盘价为元，EPS 单位为元/股，生益电子、兴森科技盈利预测来自 ifind 一致预期，中京电子盈利预测来自华源证券研究所

4. 风险提示

下游需求不及预期风险：PCB 作为电子信息产业的核心基础组件，广泛应用于网络通信、消费电子、汽车电子、计算机、大数据与云计算、安防工控、医疗设备等众多领域，与电子信息产业发展以及宏观经济景气度紧密联系，特别是随着电子信息产业市场国际化程度的日益提高，PCB 需求受国内、国际两个市场的共同影响，下游需求可能不及预期；

原材料价格波动风险：覆铜板、铜箔、铜球和树脂片等为公司生产所需重要原材料，原材料价格的波动会对公司的经营业绩产生一定影响，原材料价格波动将对公司经营成本产生影响；

规模扩大带来的管理风险：随着公司业务的快速发展，公司资产规模和业务规模都将进一步扩大，将对公司在经营管理、市场开拓、人员素质、内部控制等方面提出更高要求，管理与运营难度增加。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	525	296	365	449
应收票据及账款	872	1,098	1,350	1,664
预付账款	4	7	9	11
其他应收款	7	10	12	14
存货	598	700	817	1,004
其他流动资产	23	29	36	44
流动资产总计	2,030	2,140	2,589	3,187
长期股权投资	133	140	147	155
固定资产	2,896	2,819	2,760	2,704
在建工程	697	808	787	648
无形资产	423	446	513	575
长期待摊费用	94	69	48	13
其他非流动资产	244	295	298	302
非流动资产合计	4,487	4,577	4,553	4,397
资产总计	6,517	6,717	7,142	7,583
短期借款	670	953	1,187	1,219
应付票据及账款	1,289	1,636	1,911	2,348
其他流动负债	566	428	502	616
流动负债合计	2,525	3,016	3,599	4,183
长期借款	1,140	931	689	410
其他非流动负债	159	159	159	159
非流动负债合计	1,299	1,090	847	568
负债合计	3,824	4,106	4,446	4,751
股本	613	613	613	613
资本公积	1,655	1,655	1,655	1,655
留存收益	224	141	227	364
归属母公司权益	2,491	2,408	2,494	2,631
少数股东权益	202	202	202	201
股东权益合计	2,693	2,610	2,696	2,832
负债和股东权益合计	6,517	6,717	7,142	7,583

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	-135	-108	61	113
折旧与摊销	297	329	355	379
财务费用	84	84	85	78
投资损失	2	-1	-1	-1
营运资金变动	75	-130	-33	38
其他经营现金流	2	36	35	33
经营性现金净流量	324	211	502	640
投资性现金净流量	-311	-429	-339	-229
筹资性现金净流量	193	-11	-95	-326
现金流量净额	208	-229	68	85

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,624	2,963	3,646	4,491
营业成本	2,333	2,627	3,068	3,770
税金及附加	17	15	18	27
销售费用	55	50	57	67
管理费用	140	133	157	184
研发费用	145	148	182	229
财务费用	84	84	85	78
资产减值损失	-15	-12	-13	-13
信用减值损失	2	-2	-2	-2
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-2	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	-14	-10	-8	-6
其他收益	33	36	35	33
营业利润	-145	-80	93	148
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	2	2	2
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	-145	-81	92	147
所得税	-10	1	5	8
净利润	-135	-83	87	139
少数股东损益	2	0	0	-1
归属母公司股东净利润	-137	-83	87	140
EPS(元)	-0.22	-0.14	0.14	0.23

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	-14.10%	12.93%	23.04%	23.18%
营业利润增长率	21.87%	44.67%	215.02%	59.74%
归母净利润增长率	23.39%	39.32%	204.72%	60.39%
经营现金流增长率	400.60%	-34.81%	137.93%	27.51%
盈利能力				
毛利率	11.08%	11.36%	15.84%	16.05%
净利率	-5.16%	-2.80%	2.38%	3.10%
ROE	-5.51%	-3.46%	3.50%	5.31%
ROA	-2.11%	-1.24%	1.22%	1.84%
估值倍数				
P/E	-38.49	-63.43	60.57	37.76
P/S	2.01	1.78	1.45	1.18
P/B	2.12	2.19	2.12	2.01
股息率	0.00%	0.00%	0.03%	0.04%
EV/EBITDA	30	22	14	12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。