



兴森科技（002436.SZ）：深耕 PCB 行业，受益于 AI+国产替代双轮驱动

2025 年 3 月 17 日

推荐/首次

兴森科技

公司报告

公司是国内 PCB 样板快件、批量板细分领域的龙头企业，股权结构稳定。根据 PrismaMark 公布的 2023 年全球 PCB 前四十大供应商，公司位列第二十九名。公司产品应用于通信、工控、轨道交通、医疗电子、计算机及外设、半导体等领域，资源遍及全球三十多个国家和地区。公司股权结构稳定，各子公司分工明确，协同合作。截至 2024 年三季度报，邱醒亚作为公司实际控制人，占股 14.46%，为第一大股东。

公司围绕“PCB”与“半导体”两大核心业务，近年来 IC 封装基板营收占比不断提升。公司半导体业务聚焦 IC 封装基板，国产化进程加快，产能有望进一步提升。FCBGA 封装基板已通过多家客户认证、交付数款样品订单，现已进入小批量量产阶段。公司 PCB 样板、小批量板保持总营收 75% 以上的占比，IC 封装基板在 2020-2023 年间营收占比不断提升，截至 2023 年已占总营收的 15.32%。

公司在面临 2023 年 PCB 行业景气度波动的情况下，FCBGA 封装基板业务持续加大投入，未来 IC 载板业务有望取得突破。从毛利率水平来看，PCB 业务毛利率最高，2023 年 PCB 行业景气度下行，产品毛利率有所波动。2023 年受 PCB 行业波动影响，公司为在行业内保持一定的市场份额相应调整产品价格，各项业务的毛利率均有不同程度的波动。公司目前处于业务投入期，2024 年前三季度营收为 43.51 亿元，同比增加 9.1%，归母净利润为 -0.32 亿元，同比减少 116.59%。公司净利润减少主要原因为 FCBGA 封装基板业务费用投入大，且该项目仍处于市场拓展阶段，尚未实现大批量生产，人工、折旧、能源和材料费用投入较大。2020-2023 年兴森科技研发费用持续增加，2023 年研发费用为 4.92 亿元，同比增长 28.46%，主要用于 IC 封装基板的项目的投资建厂。公司持续增加研发费用投入，为 IC 封装基板业务开拓提供有力支持。

AI 芯片市场规模的快速增长与国产存储芯片进口替代进程加速有望成为 IC 载板业务增长的两大引擎。封装基板是一种用于集成电路封装的关键材料，是用于建立芯片（IC）与印刷电路板（PCB）之间的讯号链接，作用是承载芯片，连接芯片与 PCB 母板。根据基材的不同，IC 载板可以分为 BT 载板和 ABF 载板。全球 AI 芯片市场规模快速增长，预计到 2033 年，全球 AI 芯片市场规模将从 2024 年的 144 亿美元到 2033 年的 2386.7 亿美元，年复合增速为 36.6%，AI 芯片市场规模的快速增长将成为 ABF 载板的成长引擎。预计到 2034 年，全球存储芯片市场规模将从 2024 年的 1251 亿美元增至 3920 亿美元，复合年增长率为 12.1%。其中，中国的存储芯片市场规模为 276.5 亿美元，年增长率达 12.4%。随着国内存储芯片国产化突破，拉动国内 BT 载板的需求，预计国产 BT 载板需求会进一步提升。

公司盈利预测及投资评级：公司深耕 PCB 行业，受益于下游 AI 的拉动与存储芯片国产替代双轮驱动，公司 IC 载板业务有望取得突破。预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 16.32%、23.34%、25.66%；归母净利润分别为 -1.83、1.41 和 4.02 亿元，对应 EPS 分别为 -0.11、0.08 和 0.24 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

公司简介：

深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司专注于线路板产业链，围绕 PCB、半导体两大主线开展。公司的主要产品是 PCB 印制电路板、半导体测试板、IC 封装基板。公司被认定为“国家高新技术企业”、“国家知识产权示范企业”、“广东省创新型企业”，先后组建了 3 个省级研发机构“广东省省级企业技术中心”、“广东省封装基板工程技术研究中心”、“广东省高密度集成电路封装及测试基板企业重点实验室”，具备承担国家级政府项目的能力，承担了 1 项国家科技重大专项 02 专项项目和多项省市级科技项目。

资料来源：公司公告、同花顺

未来 3—6 个月重大事项提示：

无

资料来源：公司公告、同花顺

发债及交叉持股介绍：

无

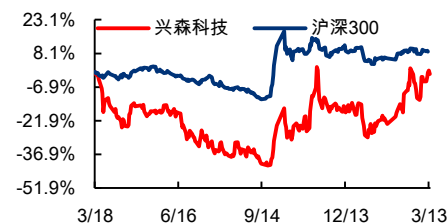
资料来源：公司公告、同花顺

交易数据

52 周股价区间（元）	14.29-8.14
总市值（亿元）	234.01
流通市值（亿元）	207.73
总股本/流通 A 股（万股）	168,960/168,960
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	4.55

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘航

021-25102913

liuhang-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480522060001

研究助理：李科融

风险提示：（1）下游行业波动风险；（2）IC 载板项目进展不及预期；（3）市场竞争加剧风险；（4）技术迭代风险。

021-65462501

likr-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480124050020

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5,353.85	5,359.92	6,234.62	7,689.72	9,662.99
增长率（%）	6.23%	0.11%	16.32%	23.34%	25.66%
归母净利润（百万元）	525.63	211.21	-183.23	141.17	401.63
增长率（%）	-15.42%	-59.82%	-186.75%	177.04%	184.51%
净资产收益率（%）	8.04%	3.96%	-3.56%	2.69%	7.26%
每股收益（元）	0.31	0.13	-0.11	0.08	0.24
PE	44.52	110.79	-127.71	165.77	58.26
PB	3.60	4.42	4.57	4.49	4.26

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 公司深耕 PCB 产业链，布局 IC 载板领域.....	4
2. AI 的发展与存储芯片国产化有望拉动 IC 载板需求	8
3. 投资建议	10
4. 风险提示	11
相关报告汇总.....	13

插图目录

图 1： 公司发展历程.....	4
图 2： 兴森科技股权结构（截至 2024 三季度）	5
图 3： 兴森科技 PCB 产品.....	5
图 4： 兴森科技 IC 封装基板产品	6
图 5： IC 封装基板营收占比逐年增加	6
图 6： 公司毛利率基本保持稳定，2023 年受行业波动影响毛利率有所下降.....	7
图 7： 公司营收基本保持稳健.....	7
图 8： 受前期投入影响，公司业绩承压	7
图 9： 公司持续加大研发投入.....	8
图 10： 封装基板在芯片中的作用	8
图 11： 全球 AI 服务器出货量预计持续增长	9
图 12： 全球 AI 芯片行业市场规模快速增长.....	9
图 13： 全球存储芯片市场规模持续增长	10

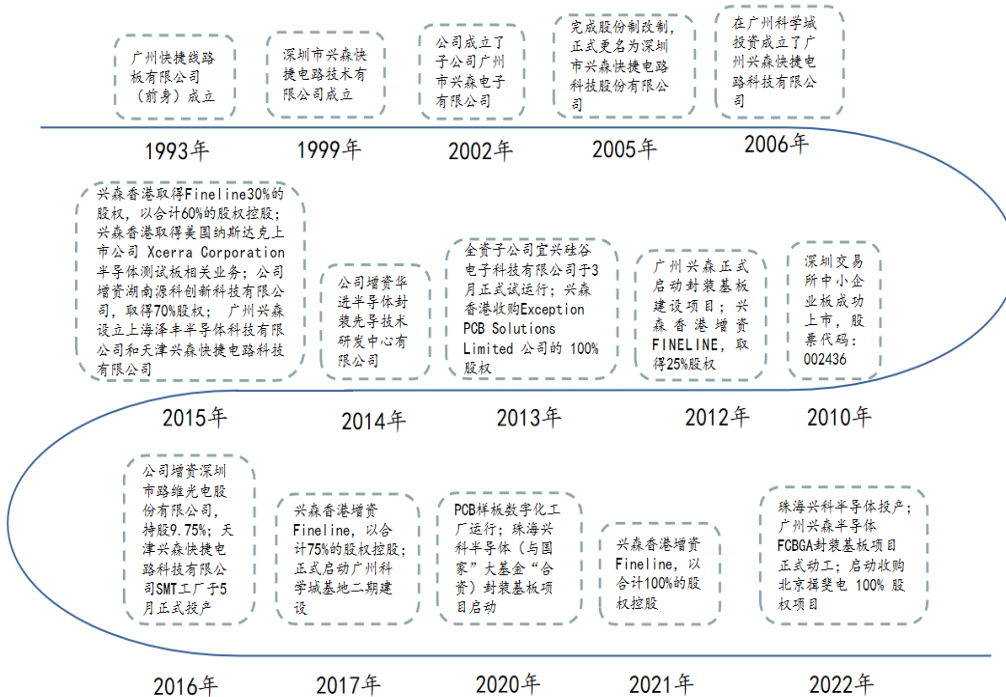
表格目录

附表：公司盈利预测表	12
------------------	----

1. 公司深耕 PCB 产业链，布局 IC 载板领域

公司是国内 PCB 样板快件、批量板细分领域的龙头企业。兴森科技成立于 1999 年，2010 年在深交所上市，经过二十多年的经营发展，目前已是国内 PCB 样板快件、批量板细分领域的龙头企业。根据 Prismark 公布的 2023 年全球 PCB 前四十大供应商，公司位列第二十九名。公司产品应用于通信、工控、轨道交通、医疗电子、计算机及外设、半导体等领域，资源遍及全球三十多个国家和地区。

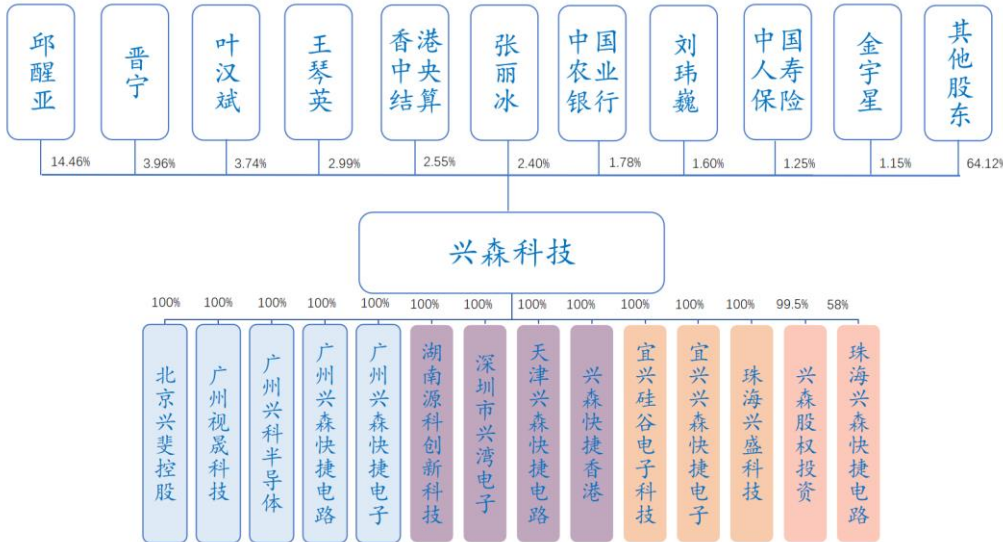
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司股权结构稳定，各子公司分工明确，协同合作。截至 2024 年三季度报，邱醒亚作为公司实际控制人，占股 14.46%，为第一大股东；至今为止旗下另有 14 家全资、控股等一级子公司。

图2：兴森科技股权结构（截至 2024 三季度）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

公司兴森科技 PCB 产品包括光模块产品、5G TRX、微波阶梯槽板、数模转换产品和服务器板等，PCB 下游 AI 服务器、智能电动汽车等行业的发展对 PCB 需求有显著拉动作用。兴森科技 PCB 产品包括光模块产品、5G TRX、微波阶梯槽板、数模转换产品和服务器板等。根据 Prismark 报告，预测 2028 年全球 PCB 行业市场规模将达到 904.13 亿美元，2023-2028 年复合增长率为 5.4%，PCB 下游如 AI 服务器、智能电动汽车等行业的发展对 PCB 需求有显著拉动作用。

图3：兴森科技 PCB 产品

产品	产品图示	产品用途
光模块产品		5G 基站、工业自动化、数据中心互联、PON 系统
5G TRX		高速数据传输、网络设备升级、电子产品小型化
微波阶梯槽板		移动通信产品、传感器网络、电子对抗系统、车载控制系统
医疗设备板		医疗设备、医疗信息系统
数模转换产品		测量设备、通信系统、音频设备、视频设备
服务器板		通信、医疗、金融系统、计算机主板

资料来源：兴森科技官网，东兴证券研究所

公司半导体业务聚焦 IC 封装基板和 ATE 半导体测试板，国产化进程加快，产能有望进一步提升。公司于 2012 年启动 IC 封装基板项目建设，广州基地 2 万平/月的 BT 载板产能已处于满产状态，与国家大基金合作的珠海兴科 IC 封装基板项目一期规划产能为 4.5 万平/月，截止目前已建成 1.5 万平/月产能，产能利用率随行业回暖逐步提升，并已启动后续扩产。目前公司产品已通过多家客户工厂审核，并交付数款样品订单，进入小批量量产阶段。

图4：兴森科技 IC 封装基板产品

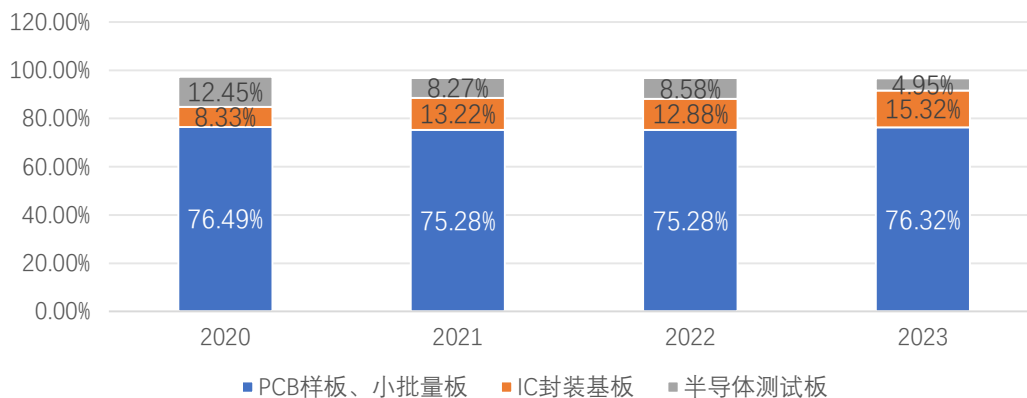
产品	产品特点	产品用途
CSP	高密度积层结构 填充电镀和叠孔结构 多种表面处理方式 薄板和表面平整度要求	智能手机、平板电脑、物联网产品、娱乐电子产品、笔记本电脑
FC-CSP	高引脚数和短的电气互连距离 高密度拼版 阵列状无铅锡球凸块和铜柱凸块 积层法和叠孔结构 精细线路技术	智能手机、网络、消费类电子、个人计算机、服务器
SiP	精细线路 多种表面处理技术 高多层数 多种孔结构确保更好的热和电气性能 层间偏移控制	手持设备、可穿戴设备
FMC	基板厚度低至0.1mm 严格的基板平整度控制，阻焊油墨整平工艺 软金/硬金电镀和硬金光亮剂控制 基板翘曲控制	移动电话、GPS、笔记本电脑、USB闪存盘
PBGA	高线路密度 优良的电气性能 优良的热性能	微处理器、数字电视、基础设施应用

资料来源：兴森科技官网，东兴证券研究所

公司 PCB 样板、小批量板保持总营收 75% 以上的占比，IC 封装基板在 2020-2023 年间营收占比不断提升，截至 2023 年已占总营收的 15.32%。

图5：IC 封装基板营收占比逐年增加

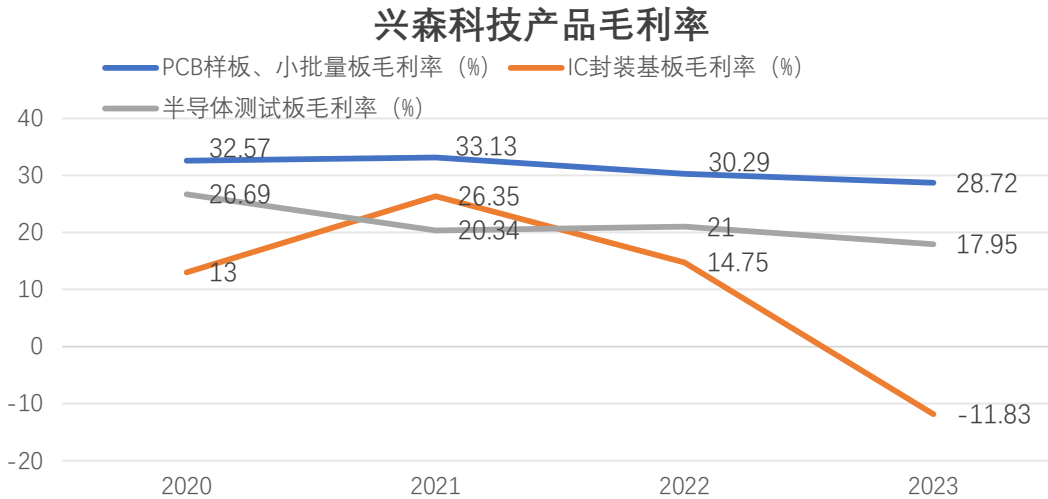
各业务营收占比（单位：%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从毛利率水平来看，PCB 业务毛利率最高，2023 年 PCB 行业景气度下行，产品毛利率有所波动。2020-2022 年兴森科技各产品毛利率基本保持稳定，PCB 样板、小批量板毛利率保持在 30% 以上。2023 年受 PCB 行业波动影响，公司为在行业内保持一定的市场份额相应调整产品价格，各项业务的毛利率均有不同程度的波动。

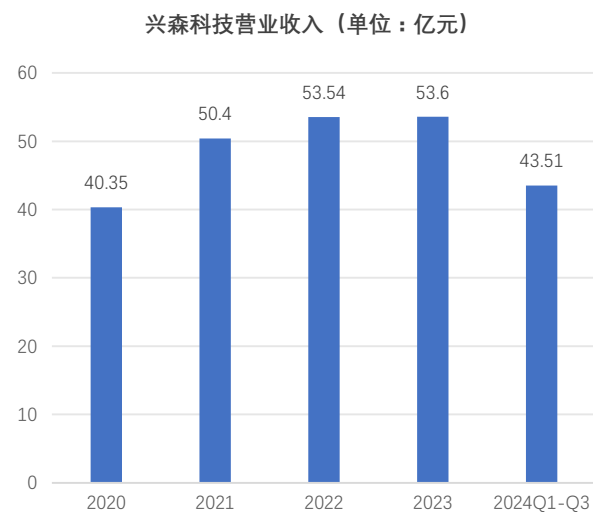
图6：公司毛利率基本保持稳定，2023 年受行业波动影响毛利率有所下降



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

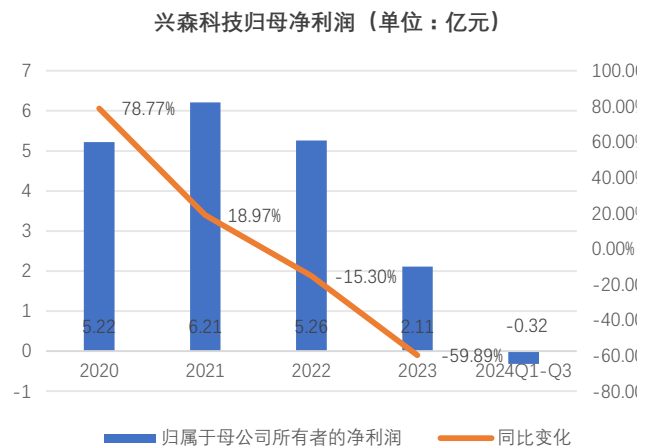
公司目前处于业务投入期，2024 年前三季度营收为 43.51 亿元，同比增加 9.1%，归母净利润为-0.32 亿元，同比减少 116.59%。公司净利润减少主要原因为 FCBGA 封装基板业务费用投入大，且该项目仍处于市场拓展阶段，尚未实现大批量生产，人工、折旧、能源和材料费用投入较大。

图7：公司营收基本保持稳健



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

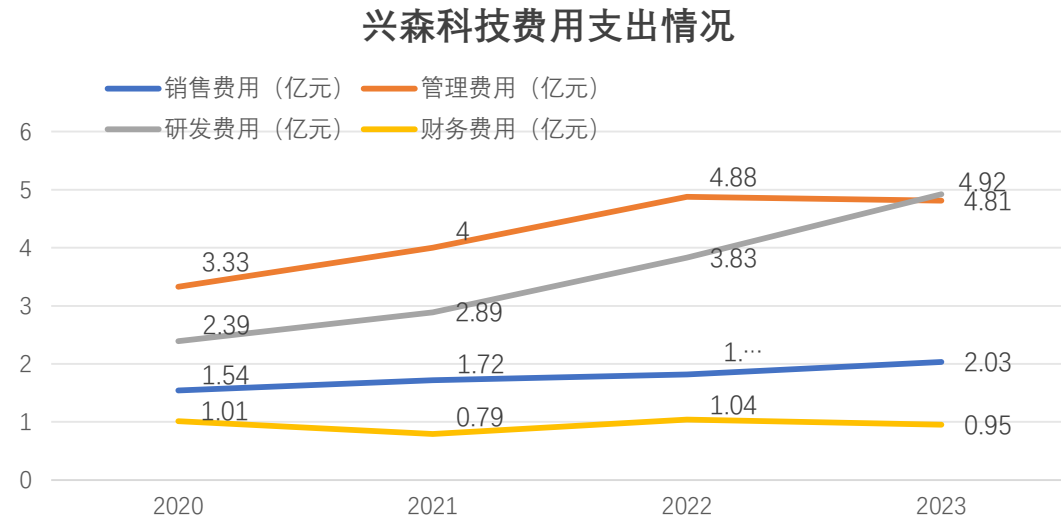
图8：受前期投入影响，公司业绩承压



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

公司持续增加研发费用投入，为 IC 封装基板业务开拓提供有力支持。2020-2023 年兴森科技研发费用持续增加，2023 年研发费用为 4.92 亿元，同比增长 28.46%，主要用于 IC 封装基板的项目的投资建厂，研发投入持续增长。

图9：公司持续加大研发投入

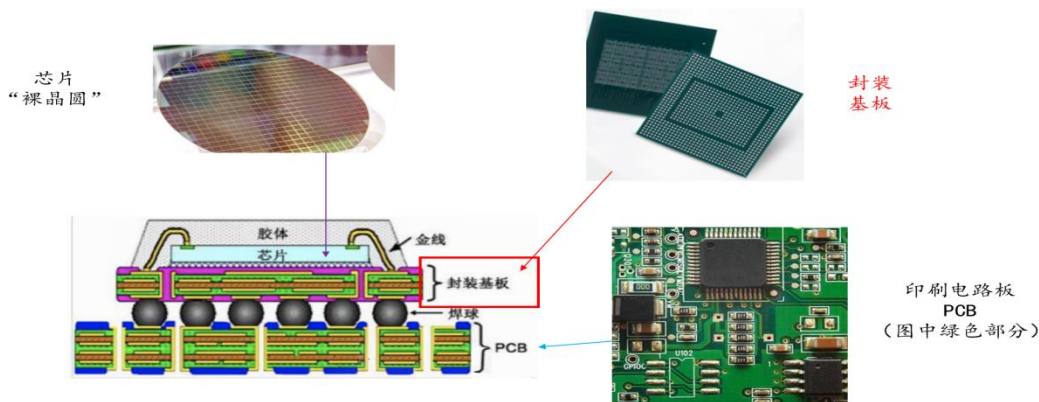


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2. AI 的发展与存储芯片国产化有望拉动 IC 载板需求

IC 载板在集成电路中具有重要的地位与作用。封装基板是一种用于集成电路封装的关键材料，是用于建立芯片 (IC) 与印刷电路板 (PCB) 之间的讯号链接，作用是承载芯片，连接芯片与 PCB 母板。封装基板具有高密度、高精度、高脚数、高性能、小型化及薄型化等特点，其主要功能包括为芯片提供保护、固定支撑及散热等的作用，同时也可与 PCB 母板之间提供电气连接及物理支撑。

图10：封装基板在芯片中的作用

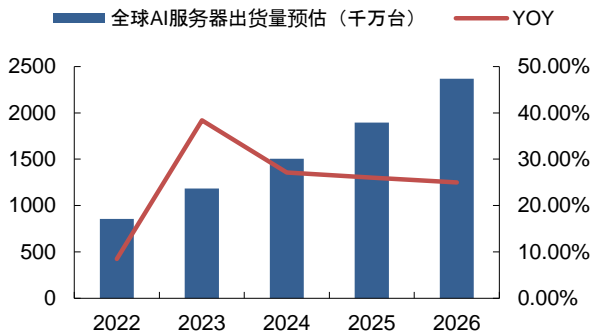


资料来源：半导体封装工程师之家，东兴证券研究所

根据基材的不同，IC 载板可以分为 BT 载板和 ABF 载板。BT 载板即基材为 BT 树脂的载板，BT 树脂具备高 Tg、高耐热性、抗湿性、低介电常数(DK)和低散失因素(Df)等多种优势，多用于 MEMS、射频和存储芯片等产品的封装。ABF 载板即基材为 ABF 的载板，ABF 载板相比于 BT 载板，其可做线路较细、适合高脚数高传输的 IC，具有较高的运算性能，主要用于 CPU、GPU、FPGA、ASIC 等高运算性能芯片。

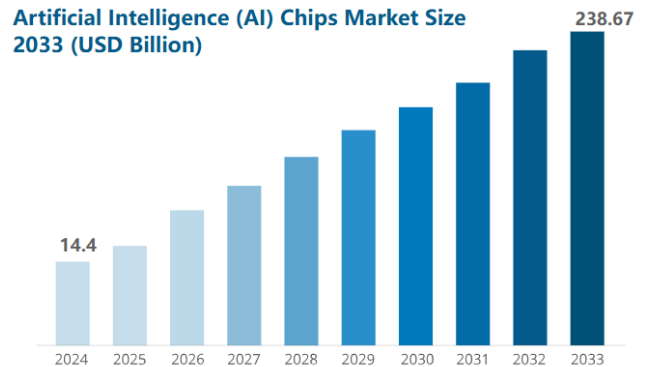
AI 芯片市场规模的快速增长成为 ABF 载板的增长引擎。随着 AI 行业发展，Chiplet 与芯片制程升级带来的 ABF 载板层数面积增长。ChatGPT 的发展增加了对算力和 AI 芯片的需求，进而带动 ABF 载板需求，与此同时，这些芯片需求也将成为推动 ABF 载板市场增长的关键驱动力。全球 AI 芯片市场规模快速增长，预计到 2033 年，全球 AI 芯片市场规模将从 2024 年的 144 亿美元到 2033 年的 2386.7 亿美元，年复合增速为 36.6%，AI 芯片市场规模的快速增长将成为 ABF 载板的增长引擎。

图11：全球 AI 服务器出货量预计持续增长



资料来源：集邦咨询，东兴证券研究所

图12：全球 AI 芯片行业市场规模快速增长



资料来源：Business Research Insights，东兴证券研究所

存储芯片市场规模增长有望拉动 BT 载板需求。BT 载板下游主要包括存储芯片、MEMS 芯片、RF 芯片等，其中存储是 BT 载板最大的下游市场。云计算、大数据和人工智能迅速发展，促进了全球数据中心建设不断扩张，推动了服务器及其核心组件存储芯片的需求增长。预计到 2034 年，全球存储芯片市场规模将从 2024 年的 1251 亿美元增至 3920 亿美元，复合年增长率为 12.1%。其中，中国的存储芯片市场尤其强劲，规模为 276.5 亿美元，年增长率达 12.4%。随着国内存储芯片国产化突破，拉动国内 BT 载板的需求，预计国产 BT 载板需求会进一步提升。

图13：全球存储芯片市场规模持续增长



资料来源：Market.us，东兴证券研究所

3. 投资建议

公司深耕 PCB 行业，受益于下游 AI 的拉动与国产存储芯片进口替代双轮驱动，公司 IC 载板业务有望取得突破。预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 16.32%、23.34%、25.66%；归母净利润分别为-1.83、1.41 和 4.02 亿元，对应 EPS 分别为-0.11、0.08 和 0.24 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

4. 风险提示

(1) 下游行业波动风险； (2) IC 载板项目进展不及预期； (3) 市场竞争加剧风险； (4) 技术迭代风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	4,731.40	5,839.14	4,660.97	5,698.52	7,088.98	营业收入	5,353.85	5,359.92	6,234.62	7,689.72	9,662.99
货币资金	1,203.18	2,151.65	623.46	768.97	966.30	营业成本	3,819.35	4,109.92	4,718.03	5,813.37	7,207.10
应收账款	2,062.51	2,264.68	2,494.07	3,076.16	3,865.54	营业税金及附加	25.57	31.70	99.75	122.27	149.78
其他应收款	16.61	14.58	35.94	26.44	32.61	营业费用	181.55	202.82	205.74	238.38	289.89
预付款项	22.01	27.50	24.19	29.83	37.49	管理费用	487.88	480.64	548.65	615.18	773.04
存货	731.70	632.86	852.18	1,050.02	1,301.76	财务费用	104.26	95.15	157.06	146.52	142.35
其他流动资产	697.43	726.52	640.63	740.92	876.92	研发费用	382.79	491.50	455.13	538.28	676.41
非流动资产合计	7,156.89	9,096.26	9,090.10	8,971.28	8,664.08	资产减值损失	-25.34	-72.10	-230.68	-76.90	-45.42
长期股权投资	304.32	348.46	361.38	374.30	387.21	公允价值变动收益	0.00	-7.97	-30.51	-35.00	-20.00
固定资产	2,704.72	4,880.73	4,500.93	4,201.27	3,936.87	投资净收益	133.11	146.84	20.92	22.92	23.92
无形资产	167.79	240.77	200.65	160.52	120.39	加:其他收益	36.63	21.27	11.17	12.17	14.17
其他非流动资产	1,979.38	1,911.95	1,892.49	1,873.04	1,853.58	营业利润	496.86	36.23	-178.84	138.91	397.11
资产总计	11,888.30	14,935.40	13,751.07	14,669.79	15,753.06	营业外收入	9.58	8.61	12.59	12.59	12.59
流动负债合计	3,481.68	4,021.46	3,656.36	5,156.06	6,696.56	营业外支出	5.21	11.58	11.57	11.57	11.57
短期借款	1,011.36	439.78	534.82	1,318.78	1,937.31	利润总额	501.22	33.26	-177.81	139.94	398.13
应付账款	1,739.12	1,905.53	1,931.20	2,379.55	2,950.03	所得税	14.15	-90.81	0.08	4.20	11.94
预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	487.08	124.07	-177.89	135.74	386.18
其他流动负债	731.20	1,676.15	1,190.34	1,457.74	1,809.22	少数股东损益	-38.56	-87.14	5.34	-5.43	-15.45
非流动负债合计	1,377.15	4,606.92	3,965.59	3,291.03	2,567.57	归属母公司净利润	525.63	211.21	-183.23	141.17	401.63
租赁负债	1,242.43	3,207.14	2,565.80	1,891.25	1,167.78	主要财务比率					
长期应付+递延收益	134.72	1,399.78	1,399.78	1,399.78	1,399.78		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	4,858.83	8,628.39	7,621.95	8,447.10	9,264.13	成长能力					
少数股东权益	490.91	973.07	978.41	972.98	957.53	营业收入增长	6.23%	0.11%	16.32%	23.34%	25.66%
实收资本(或股本)	1,689.55	1,689.59	1,689.59	1,689.59	1,689.59	营业利润增长	-25.58%	-92.71%	-593.64	177.68%	185.86%
资本公积	1,929.71	611.58	611.58	611.58	611.58	归属于母公司净利润增长	-15.42%	-59.82%	-186.75	177.04%	184.51%
未分配利润	2,919.30	3,032.77	2,849.54	2,948.54	3,230.23	获利能力					
归属母公司股东权益合计	6,538.56	5,333.94	5,150.71	5,249.72	5,531.40	毛利率(%)	28.66%	23.32%	24.33%	24.40%	25.42%
负债和所有者权益	11,888.30	14,935.40	13,751.07	14,669.79	15,753.06	净利率(%)	9.10%	2.31%	-2.85%	1.77%	4.00%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	4.42%	1.41%	-1.33%	0.96%	2.55%
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE(%)	8.04%	3.96%	-3.56%	2.69%	7.26%
经营活动现金流	709.78	111.42	108.58	1,147.65	1,372.96	偿债能力					
净利润	487.08	124.07	-180.42	134.66	367.65	资产负债率(%)	41%	58%	55%	58%	59%
折旧摊销	277.36	390.06	931.08	1,030.74	1,120.11	流动比率	1.36	1.45	1.27	1.11	1.06
财务费用	104.26	95.15	157.06	146.52	142.35	速动比率	1.00	1.16	0.92	0.79	0.76
投资损失	-133.11	-146.84	-20.92	-22.92	-23.92	营运能力					
营运资金变动	-20.01	-268.24	-810.16	-176.29	-271.17	总资产周转率	0.45	0.36	0.45	0.52	0.61
其他经营现金流	-5.80	-82.78	31.94	34.94	37.94	应收账款周转率	3.14	2.67	2.89	2.89	2.89
投资活动现金流	-2,330.90	-1,790.36	-933.41	-922.86	-808.40	应付账款周转率	2.75	2.53	3.07	3.07	3.07
资本支出	2,284.85	616.14	912.00	899.00	800.00	每股指标(元)					
其他投资现金流	-4,631.98	-2,012.03	-1,845.41	-1,821.86	-1,608.40	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.13	-0.11	0.08	0.24
筹资活动现金流	1,525.56	2,572.08	-703.36	-79.28	-367.23	每股净现金流(最新摊薄)	-0.80	1.34	-0.93	0.05	0.09
短期借款增加	-331.01	-571.58	95.04	783.95	618.53	每股净资产(最新摊薄)	3.85	3.14	3.03	3.09	3.25
偿还债务支付现金	235.85	1,964.71	-641.34	-674.55	-723.47	估值比率					
普通股增加	201.62	0.05	0.00	0.00	0.00	P/E	44.52	110.79	-127.71	165.77	58.26
资本公积增加	1,866.91	-1,318.13	0.00	0.00	0.00	P/B	3.60	4.42	4.57	4.49	4.26
现金净增加额	-59.65	917.09	-1,528.19	145.51	197.33	EV/EBITDA	19.98	52.23	29.30	20.33	16.05

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	爆款突围与生态扩张：小米手机、可穿戴及汽车业务的协同效应与产业重构启示	2025-03-14
行业深度报告	人形机器人专题系列（一）：传感器的技术路径、竞争格局与产业重构	2025-03-06
行业深度报告	国产算力 AI 芯片专题：一文读懂华为昇腾 310 芯片—科技龙头巡礼专题（三）	2025-02-21
行业普通报告	电子行业：DeepSeek 开源模型性价比突出，R1 模型性能对标 OpenAI o1 正式版—行业动态跟踪点评	2025-02-06
行业深度报告	行业深度：复盘历史上的英飞凌，如何走出行业低谷期？—海外硬科技龙头复盘研究系列（十二）	2025-02-06
行业深度报告	【东兴电子】先进封装行业：CoWoS 五问五答—新技术前瞻专题系列（七）	2025-01-08
行业深度报告	电子行业 2025 年投资展望：关注硬件创新	2024-12-18
行业深度报告	【东兴科技】智驾芯片行业的春天—新技术前瞻专题系列（六）	2024-11-11

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘航

电子行业首席分析师&科技组组长，复旦大学工学硕士，2022年6月加入东兴证券研究所。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。

研究助理简介

李科融

电子行业研究助理，曼彻斯特大学金融硕士，2024年加入东兴证券，主要覆盖 OLED、消费电子防护、半导体检测设备、模拟芯片等板块。

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法律责任。

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 23 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