

2025 年 04 月 28 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

## 索辰科技（688507）

### 2024 年报及 2025 一季报点评：军用工程软件核心

### 企业, 营收快速增长, 加速布局工业仿真云和物理 AI

#### 报告摘要

##### ◆ 事件：

4 月 22 日公司公告，2024 年实现营收（3.79 亿元，+18.24%），归母净利润（0.41 亿元，-27.89%），扣非归母净利润（0.37 亿元，-29.25%）；毛利率（71.86%，+2.42pcts），净利率（12.50%，-5.62pcts），2025Q1 营业收入（0.39 亿元，+21.73%），归母净利润（-0.16 亿元，+26.51%）。

##### 投资要点：

##### ◆ 公司 2024 年营收同比实现快速增长，2025Q1 延续增长态势

2024 年，公司营业收入（3.79 亿元，+18.24%），延续了 2020 年以来快速增长，毛利率（71.86%，+2.42pcts）稳中有升，主要系公司工程仿真软件销售业务收入（2.28 亿元，+21.72%）大幅增长所致，且并购后技术服务业务毛利率（56.92%，+23.69pcts）显著提升所致。但受到公司管理费用率（17.95%，+6.10pcts）增长，同时应收账款坏账损失增加导致信用减值损失（0.63 亿元）较 2024 年同期增长 0.20 亿元，公司归母净利润（0.41 亿元，-27.89%）与扣非归母净利润（0.37 亿元，-29.25%）均有所下滑。

公司主营业务分为工程仿真软件、仿真产品开发、技术服务等，下游客户方面，根据公司披露，**约 80%的收入来自特种市场**。

①工程仿真软件收入（2.28 亿元，+21.72%）快速增长，毛利率（96.39%，+1.27pcts）稳中有升；

②仿真产品开发收入（1.37 亿元，+4.56%）有所增长，毛利率基本稳定；

③技术服务收入（0.11 亿元，+678.42%）高速增长，毛利率（56.92%，+23.69pcts）明显提升，我们认为主要系公司在 2023 年 11 月收购阳普智能、2024 年 9 月收购富迪广通，同时具体服务内容结构发生变化所致。

2025Q1，公司实现营业收入（0.39 亿元，+21.73%）快速增长，且归母净利润（-0.16 亿元）较 2024Q1（-0.45 亿元）亏损有所收窄。我们认为，

投资评级

买入

首次评级

2025 年 04 月 25 日

收盘价(元): 74.49

目标价(元): 90.00

#### 公司基本数据

总股本(百万股) 89.11

总市值(百万) 6,637.71

流通股本(百万股) 49.24

流通市值(百万) 3,667.57

12 月最高/最低价(元) 102.10/38.21

资产负债率(%) 7.33

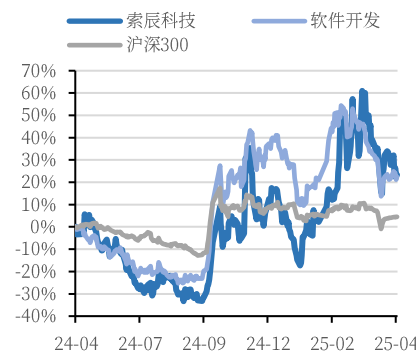
每股净资产(元) 31.86

市盈率(TTM) 140.97

市净率(PB) 2.34

净资产收益率(%) -0.55

#### 股价走势图



#### 作者

宋浩田 分析师

SAC 执业证书: S0640524100001

联系电话:

邮箱: songht@avicsec.com

王宏涛 分析师

SAC 执业证书: S0640520110001

联系电话: 010-59562525

邮箱: wanght@avicsec.com

张超 分析师

SAC 执业证书: S0640519070001

联系电话: 010-59219568

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

公司往年一季度收入占全年比例较小，研发投入对净利润影响相对较大，因此净利润存在波动性，但对全年业绩影响相对有限。

2024 年，公司期间费用率（44.65%，+3.12pcts）有所增长，主要系职工薪酬、折旧摊销费用和中介费增加下，管理费用率（17.95%，+6.10pcts）有所上升所致。而公司研发费用（1.08 亿元，+2.55%）依旧保持稳定增长，研发费用率（28.49%，-4.36pcts）有所下降，我们认为作为软件领域内的企业，尽管伴随公司业务拓展下收入的快速增长导致研发费用率有所下降，公司研发投入规模依旧有望在中长期保持稳定增长，以确保各业务的核心竞争力。

资产负债表端，截至 2024 年底，公司固定资产（1.43 亿元，+54.27%），主要系本期购进房屋建筑物和收购富迪广通；商誉（0.63 亿元，+54.99%），主要系本期收购富迪广通；应收账款（6.05 亿元，+18.64%）持续增长，处于高位。

◆ CAE 软件是国外企业垄断程度最高的工业软件，需求增长叠加自主可控为国产软件带来广阔的发展空间

CAE 软件在产品/工程设计与改进中发挥着重要作用，然而 CAE 软件涉及学科广，模型复杂，开发难度大，具有很高的技术壁垒。目前国内 CAE 软件关键技术自主可控程度较低，根据《中国工业软件产业白皮书（2020）》的研究数据，国内 95% 的研发设计类工业软件依赖进口，其中，CAE 软件是国外企业垄断程度最高的领域，国内市场大部分被 ANSYS、达索、西门子、MSC 等欧美企业占据。

由于外部压力、市场环境、需求刺激等因素，国内 CAE 市场整体在规模上将有显著增长。根据 IDC 的数据，预计 2022-2026 年 CAE 市场 CAGR 将达到 18.4%。我们认为在工业软件自主可控的大趋势下，国产 CAE 软件的需求增速或将超越行业平均增速。

◆ 公司是首家在 A 股上市的国产 CAE 软件企业，技术积累深厚且研发成果丰富

公司作为首家成功在 A 股上市的国产 CAE 软件企业，努力打破欧美厂商在行业内的垄断地位，承担着国内 CAE 软件弯道超车的重任。基于公司在国内 CAE 领域的核心技术优势，公司参与了六项国家级重点科研专项及多项省部级重大课题。目前，公司已经形成十四项核心技术，产品涉及流体、结构、光学、声学、电磁、测控、多学科等多个方向，同时持续强化对航空航天、国防装备、船舶海洋等领域具体工程应用场景的研究。

◆ 内生发展与外延并购相结合，公司加快在多个关键领域的战略布局

邮箱：zhangchao@avicsec.com

刘帅 研究助理

SAC 执业证书：S0640123070036

联系电话：

邮箱：liusl@avicsec.com

**相关研究报告**

公司 IPO 募集资金 25.37 亿元, 其中计划投入 2.83 亿元用于研发中心建设项目, 重点开发 CAE 软件核心模块 (前处理、求解器、后处理等), 旨在提升多物理场仿真技术能力; 投入 2.29 亿元用于工业仿真云项目, 构建云端仿真平台, 提供高性能计算资源与协同设计服务, 达产后预计新增收入 3.29 亿元; 投入 1.88 亿元用于年产 260 台 DEMX 水下噪声测试仪建设项目, 以生产高精度水下噪声测试设备, 拓展海洋工程及军工领域应用, 达产后预计新增收入 1.87 亿元, **我们认为, 随着深海科技纳入国家战略, 该项目对公司业绩的影响有望逐步显现**; 投入 3500 万元用于营销网络建设项目, 计划新建 5 个区域营销中心, 强化市场覆盖。以上项目预计 2026 年 4 月达到预定可使用状态。

企业并购是工业软件企业特别是行业巨头近二十年来发展的主旋律, ANSYS 的发展历经 20 多次的并购, 西门子的并购更是多达 40 多次。同样的, 近年来, 公司也不断的收并购和技术整合, 实现产品线的互补, 进入新的市场和渠道, 扩大市场份额。2024 年 12 月, 公司战略投资 8800 万元并购麦思捷。投资完成后, 公司持有其 55% 的股权, 为公司产品开辟了大气、海洋环境等领域的应用。2025 年 2 月, 公司筹划并购力控科技, 拟取得其 51% 股权, 以强化公司在物理 AI 领域的能力。报告期内, 公司还出资设立上海索辰仿真科技有限公司, 参投苏州焜原光电有限公司, 投资北京富迪广通并成为大股东。其中, 并购子公司阳普智能在报告期内实现营业收入 0.68 亿元, 超出业绩承诺 17.65%; 并购子公司富迪广通实现扣非归母净利润 339 万元, 超出业绩承诺 13.13%。公司通过并购整合优势资源, 一方面扩展了公司产品应用领域, 刺激收入与净利润的增长, 另一方面, 也带来工业软件生态整合, 促进公司工业软件向云端化转型。

#### ◆ 公司重磅推出物理 AI 开发及应用平台的全场景解决方案, 有望提升产品核心竞争力

公司紧抓科技前沿发展, 通过结合生成式人工智能技术和数字孪生技术, 推动公司产品和服务达到世界先进水平。2025 年 3 月 6 日, 公司在上海圆满举行物理 AI 首场天工·开物发布会, 公司推出了物理 AI 系列产品包括: 索辰物理 AI 应用开发平台 (天工·开物) 及机器人设计训练平台、面向工业装备的设计优化与物理 AI 训练平台、物理 AI 电磁环境快速计算引擎、超大规模物理 AI 生成式流场计算引擎、高精度物理 AI 雷电预警装备。通过生成式 AI 的赋能, 公司的仿真平台能够自动生成优化的设计方案, 极大地提高了设计效率 and 创新能力。这种融合不仅提升了仿真的准确性, 还缩短了产品从概念到市场的周期, 为客户带来了显著的经济效益。

#### 投资建议:

2024 年和 2025Q1，公司营收持续增长，针对公司未来的发展，我们有如下观点：

1、航空航天、国防装备和深海科技等领域正处于快速发展阶段，结合智能制造和工程软件自主可控的大趋势，国产 CAE 软件快速成长期，需求增长确定性较强。此外，随着 AI 技术的快速发展，仿真行业正经历前所未有的智能化变革，同时或将为行业创造新的需求。

2、公司是首家在 A 股上市的国产 CAE 软件企业，主要服务航空航天、国防装备以及深海科技等特种领域，具有一定的稀缺性。公司还提前布局工业仿真云和 AI 前沿技术，有望更好地满足用户需求，增强用户粘性。

3、公司除了通过内生发展来实现自主技术创新和营销渠道开辟，还积极借助外延并购来快速整合优势资源，开辟市场渠道及客户资源，核心竞争力持续增强。2024 年 1 月 16 日，新思科技宣布以 350 亿美元收购 ANSYS，参照 ANSYS 在 2023 年的净利润，估值水平为 70 倍 PE。索辰科技作为国内工业软件领先企业，仍处于快速成长阶段，可以享受较高的估值水平。

基于以上观点，我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 4.79 亿元/5.85 亿元/7.00 亿元，归母净利润分别为 0.66 亿元/0.83 亿元/1.01 亿元，EPS 分别为 0.75 元/0.94 元/1.13 元，首次覆盖给以“买入”评级，给予目标价 90 元，分别对应 120 倍/96 倍/80 倍 PE。

风险提示：订单不及预期风险；应收账款坏账风险；商誉减值风险；并购整合不及预期的风险；行业竞争加剧风险；人才流失风险等。

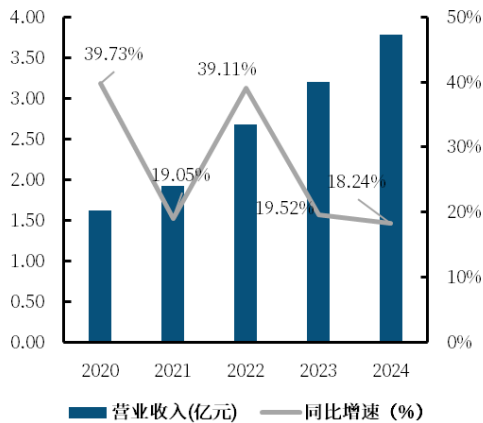
| 财务数据与估值       | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）     | 320.38 | 378.81 | 479.44 | 585.44 | 700.34 |
| 增长率（%）        | 19.52  | 18.24  | 26.56  | 22.11  | 19.63  |
| 归母净利润（百万元）    | 57.48  | 41.45  | 66.39  | 83.49  | 100.60 |
| 增长率（%）        | 6.89   | -27.89 | 60.18  | 25.75  | 20.49  |
| 毛利率（%）        | 69.44  | 71.86  | 74.38  | 76.39  | 77.64  |
| 每股收益（元）       | 0.65   | 0.47   | 0.75   | 0.94   | 1.13   |
| 市盈率 PE        | 123.78 | 171.64 | 107.15 | 85.21  | 70.72  |
| 市净率 PB        | 2.46   | 2.49   | 2.45   | 2.39   | 2.33   |
| 净资产收益率 ROE（%） | 1.99   | 1.45   | 2.28   | 2.81   | 3.30   |

资料来源：iFinD，中航证券研究所

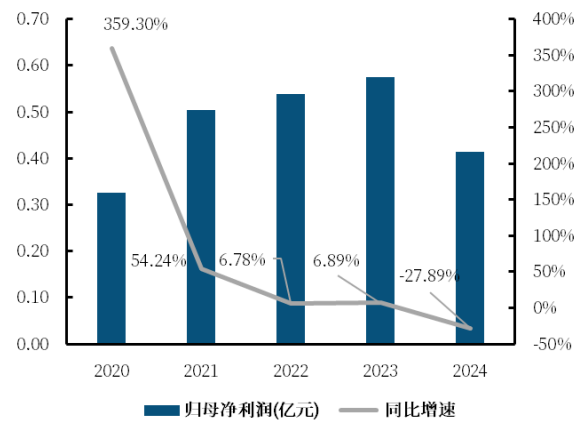
| 各业务预测表（百万元） |       | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 工程仿真软件      | 营收    | 228.39 | 319.74 | 415.67 | 519.58 |
|             | 成本    | 8.25   | 15.99  | 24.94  | 36.37  |
|             | 营收增长率 | 21.72% | 40.00% | 30.00% | 25.00% |
|             | 毛利率   | 96.39% | 95.00% | 94.00% | 93.00% |

|        |       |          |        |        |        |
|--------|-------|----------|--------|--------|--------|
| 仿真产品开发 | 营收    | 136.99   | 143.84 | 151.04 | 158.59 |
|        | 成本    | 91.49    | 97.81  | 102.70 | 107.84 |
|        | 营收增长率 | 4.56%    | 5.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
|        | 毛利率   | 33.21%   | 32.00% | 32.00% | 32.00% |
| 技术服务   | 营收    | 10.82    | 12.98  | 15.58  | 18.69  |
|        | 成本    | 4.66     | 6.49   | 7.79   | 9.35   |
|        | 营收增长率 | 3150.08% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
|        | 毛利率   | 56.92%   | 50.00% | 50.00% | 50.00% |
| 机加工服务  | 营收    | 2.00     | 2.20   | 2.41   | 2.66   |
|        | 成本    | 1.77     | 1.98   | 2.17   | 2.39   |
|        | 营收增长率 | #DIV/0!  | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
|        | 毛利率   | 11.13%   | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 其他业务   | 营收    | 0.62     | 0.68   | 0.75   | 0.82   |
|        | 成本    | 0.43     | 0.54   | 0.60   | 0.66   |
|        | 营收增长率 | -55.46%  | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
|        | 毛利率   | 30.25%   | 20.00% | 20.00% | 20.00% |

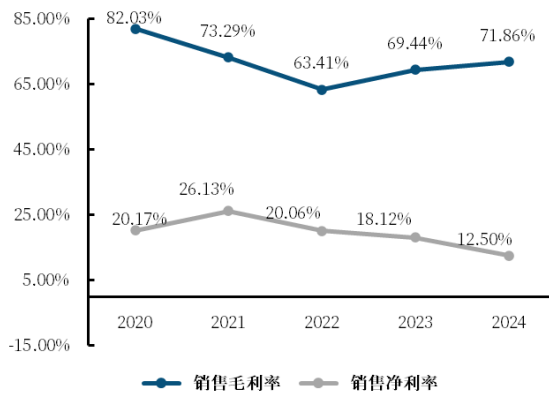
资料来源：iFinD，中航证券研究所

**图1 公司营业收入及增速情况**


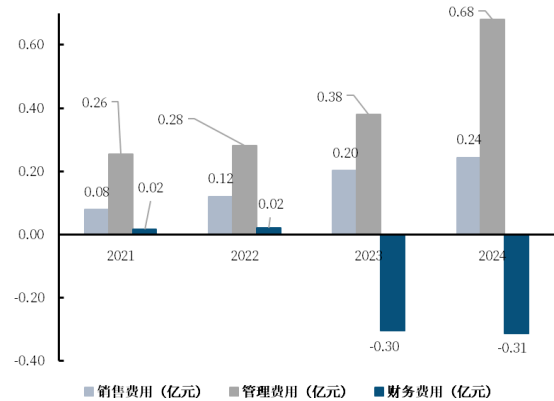
资料来源：iFinD，中航证券研究所

**图2 公司归母净利润及增速情况**


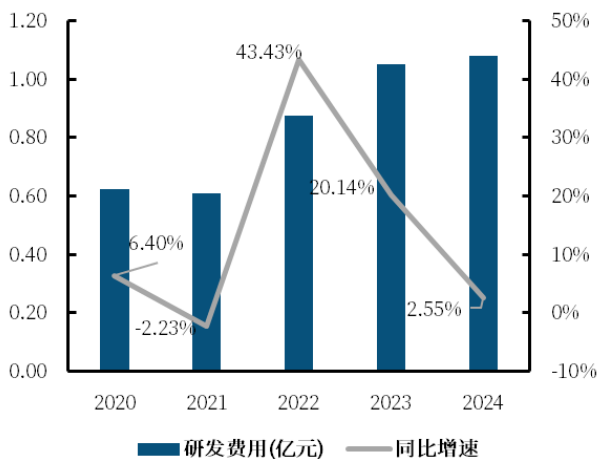
资料来源：iFinD，中航证券研究所

**图3 公司毛利率及净利率情况**


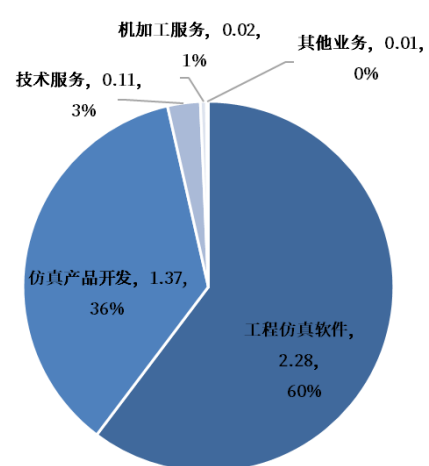
资料来源：iFinD，中航证券研究所

**图4 公司三费情况 (单位:亿元)**


资料来源：iFinD，中航证券研究所

**图5 公司研发费用及增速情况**


资料来源：iFinD，中航证券研究所

**图6 公司业务结构构成 (单位:亿元)**


资料来源：iFinD，中航证券研究所



| 报表预测              |        |          |          |          |          |          |
|-------------------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 单位:百万元            |        |          |          |          |          |          |
| 会计年度              | 2022   | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
| <b>利润表</b>        |        |          |          |          |          |          |
| 营业收入              | 268.05 | 320.38   | 378.81   | 479.44   | 585.44   | 700.34   |
| 减: 营业成本           | 98.08  | 97.92    | 106.61   | 122.81   | 138.20   | 156.61   |
| 税金及附加             | 1.84   | 1.62     | 2.81     | 3.09     | 3.78     | 4.52     |
| <b>主营业务利润</b>     | 168.13 | 220.84   | 269.39   | 353.54   | 443.46   | 539.22   |
| 减: 销售费用           | 12.08  | 20.31    | 24.40    | 30.63    | 37.40    | 44.74    |
| 管理费用              | 28.24  | 37.95    | 68.00    | 81.51    | 99.53    | 119.06   |
| 研发费用              | 87.60  | 105.25   | 107.93   | 150.26   | 183.48   | 219.49   |
| 财务费用              | 2.20   | -30.44   | -31.18   | -27.44   | -26.45   | -25.54   |
| <b>经营性利润</b>      | 38.01  | 87.77    | 100.24   | 118.58   | 149.49   | 181.46   |
| 加: 资产减值损失         | 0.51   | 0.11     | -0.12    | 0.31     | 0.38     | 0.45     |
| 信用减值损失            | -13.97 | -42.91   | -62.70   | -56.18   | -68.60   | -82.07   |
| 其他经营损益            | 0.00   | 0.00     | -0.00    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资收益              | 0.20   | -0.67    | 0.89     | 0.14     | 0.14     | 0.14     |
| 公允价值变动损益          | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 资产处置收益            | 0.00   | 0.04     | 0.05     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他收益              | 31.28  | 11.71    | 7.36     | 9.54     | 9.54     | 9.54     |
| <b>营业利润</b>       | 56.03  | 56.06    | 45.73    | 72.39    | 90.95    | 109.52   |
| 加: 其他非经营损益        | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 营业外收入             | 1.85   | 0.00     | 0.04     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 减: 营业外支出          | 0.00   | 0.15     | 0.77     | 0.31     | 0.31     | 0.31     |
| <b>利润总额</b>       | 57.89  | 55.91    | 45.00    | 72.08    | 90.64    | 109.21   |
| 减: 所得税            | 4.12   | -2.14    | -3.37    | -3.79    | -4.77    | -5.75    |
| <b>净利润</b>        | 53.77  | 58.05    | 47.37    | 75.87    | 95.41    | 114.96   |
| 减: 少数股东损益         | 0.00   | 0.57     | 5.92     | 9.48     | 11.92    | 14.36    |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | 53.77  | 57.48    | 41.45    | 66.39    | 83.49    | 100.60   |
| <b>资产负债表</b>      |        |          |          |          |          |          |
| 货币资金              | 169.46 | 2,227.03 | 1,900.69 | 1,803.61 | 1,728.33 | 1,670.74 |
| 交易性金融资产           | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 应收票据              | 0.30   | 0.55     | 11.14    | 14.10    | 17.21    | 20.59    |
| 应收账款              | 342.42 | 518.37   | 623.72   | 789.41   | 963.94   | 1,153.13 |
| 预付账款              | 7.81   | 0.46     | 9.20     | 11.64    | 14.21    | 17.00    |
| 其他应收款             | 2.67   | 6.71     | 5.56     | 7.29     | 8.90     | 10.64    |
| 存货                | 3.99   | 10.53    | 17.22    | 16.53    | 18.60    | 21.07    |
| 其他流动资产            | 16.25  | 15.14    | 24.25    | 27.47    | 33.54    | 40.13    |
| 长期股权投资            | 0.00   | 49.77    | 50.57    | 50.75    | 50.94    | 51.13    |
| 金融资产投资            | 0.00   | 0.00     | 30.00    | 30.00    | 30.00    | 30.00    |
| 投资性房地产            | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 固定资产和在建工程         | 109.49 | 127.18   | 203.58   | 234.68   | 240.00   | 230.71   |
| 无形资产和开发支出         | 45.48  | 102.34   | 120.28   | 102.41   | 84.54    | 66.67    |
| 其他非流动资产           | 27.11  | 29.32    | 74.27    | 73.95    | 73.63    | 73.63    |
| <b>资产总计</b>       | 724.98 | 3,087.42 | 3,070.47 | 3,161.84 | 3,263.84 | 3,385.45 |
| 短期借款              | 37.29  | 0.00     | 12.78    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 交易性金融负债           | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 应付票据              | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 应付账款              | 79.66  | 96.91    | 74.28    | 102.29   | 115.11   | 130.43   |
| 预收账款              | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 合同负债              | 0.09   | 10.93    | 11.40    | 10.32    | 12.60    | 15.07    |
| 其他应付款             | 34.12  | 40.89    | 59.72    | 68.79    | 77.41    | 87.72    |
| 长期借款              | 35.61  | 5.96     | 0.96     | 1.53     | 0.20     | -2.00    |
| 其他负债              | 11.62  | 12.57    | 8.87     | 15.04    | 17.43    | 20.08    |
| <b>负债合计</b>       | 198.39 | 167.25   | 168.01   | 197.96   | 222.75   | 251.30   |
| 股本                | 31.00  | 61.17    | 89.11    | 89.11    | 89.11    | 89.11    |
| 资本公积              | 323.61 | 2,610.23 | 2,580.59 | 2,580.59 | 2,580.59 | 2,580.59 |
| 留存收益              | 171.98 | 222.54   | 184.35   | 236.28   | 301.59   | 380.27   |
| <b>归属母公司股东权益</b>  | 526.59 | 2,893.94 | 2,854.04 | 2,905.98 | 2,971.28 | 3,049.97 |
| 少数股东权益            | 0.00   | 26.22    | 48.42    | 57.90    | 69.81    | 84.17    |
| <b>股东权益合计</b>     | 526.59 | 2,920.16 | 2,902.46 | 2,963.87 | 3,041.10 | 3,134.14 |
| 负债和股东权益合计         | 724.98 | 3,087.42 | 3,070.47 | 3,161.84 | 3,263.84 | 3,385.45 |
| <b>投入资本(IC)</b>   | 456.83 | 731.13   | 1,023.39 | 1,179.73 | 1,341.51 | 1,501.44 |
| <b>现金流量表</b>      |        |          |          |          |          |          |
| 资本支出              | 53.17  | 32.29    | 129.41   | 60.00    | 40.00    | 30.00    |
| 自由现金流             | -80.80 | -139.37  | -238.38  | -108.86  | -93.71   | -71.36   |
| 短期借款增加            | 17.09  | -37.29   | 12.78    | -12.78   | 0.00     | 0.00     |
| 长期带息债务增加          | 10.80  | -29.65   | -5.00    | 0.57     | -1.33    | -2.19    |
| 股权筹资额             |        |          |          | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 支付普通股股利           | 6.20   | 23.08    | 5.66     | 14.46    | 18.18    | 21.91    |
| 长期投资              | 30.22  | -61.77   | -60.76   | 0.45     | 0.45     | 0.45     |
| 经营性现金净流量          | -0.77  | -57.15   | -48.81   | -38.29   | -42.66   | -29.47   |
| 投资性现金净流量          | -1.00  | -96.50   | -188.59  | -59.55   | -39.55   | -29.55   |
| 筹资性现金净流量          | 11.12  | 2,210.49 | -87.72   | 0.77     | 6.93     | 1.43     |
| <b>现金流量净额</b>     | 8.71   | 2,056.14 | -325.51  | -97.08   | -75.28   | -57.59   |

资料来源: iFind, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。  
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。  
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。  
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。  
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。  
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

### 销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003  
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012  
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001  
李若熙, 17611619787, [lirx@avicsec.com](mailto:lirx@avicsec.com), S0640123060013

### 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, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了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: 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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: [www.avicsec.com](http://www.avicsec.com)

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637