



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 05 月 11 日

基础数据

05 月 09 日收盘价（元）	24.24
总市值（亿元）	674.15
总股本（亿股）	27.81

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证军工】中航西飞 2024 年中报点评：营收利润稳步增长，净利率同比提升-2024.09.13

【兴证军工】中航西飞 2023 年报及 2024 年一季报点评：营收稳步增长，利润显著提升-2024.05.16

分析师：董昕瑞

S0190522120002
dongxinrui@xyzq.com.cn

分析师：石康

S1220517040001
shikang@xyzq.com.cn

分析师：李博彦

S0190519080005
liboyan@xyzq.com.cn

中航西飞(000768.SZ)

净利率连续两年提升，母公司利润大幅增长

投资要点：

- **公司发布 2024 年年报**：实现营业收入 432.16 亿元，同比增长 7.23%；归母净利润 10.23 亿元（在预告区间 9.90 至 10.70 亿元中位），同比增长 18.87%；扣非归母净利润 9.21 亿元，同比增长 13.78%；基本每股收益 0.37 元/股，同比增长 18.90%。公司 2024 年经营计划实现营业收入 451 亿元，全员劳动生产率 46.14 万元/人，2024 年分别实现目标的 95.82%、96.38%。据 2024 年报，公司 2025 年计划实现营业收入 449.88 亿元，计划实现全员劳动生产率 44.80 万元/人，分别较 2024 年实际情况增长 4.10%、0.74%；较 2024 年计划减少 0.25%、2.90%。2025Q1，公司实现营业收入 84.38 亿元，同比下降 0.20%；实现归母净利润 2.89 亿元，同比增长 5.97%；扣非归母净利润 2.98 亿元，同比增长 7.45%；基本每股收益 0.10 元，同比增长 6.00%。
- **航空产品毛利率小幅下滑**。分产品看，2024 年公司航空产品实现营收 426.95 亿元，同比增长 6.99%；占总营收比重为 98.79%，同比减少 0.22pct；毛利率 5.47%，同比减少 1.06pct。其他产品实现营收 5.21 亿元，同比增长 1.02%；占总营收比重为 1.21%，同比减少 0.07pct；毛利率 37.61%，同比增加 4.40pct。
- **母公司净利润同比大幅增长**。2024 年母公司实现营业收入 334.49 亿元，同比增长 21.08%；实现净利润 7.61 亿元，同比增长 72.09%；净利率 2.27%，同比增加 0.67pct。子公司中航工业陕飞实现营业收入 105.72 亿元，同比减少 2.90%；实现净利润 3.15 亿元，同比小幅下降 0.01%；净利率 2.98%，同比增加 0.09pct。
- **净利率同比小幅提升，部分职能优化导致管理费用同比增长**。2024 年，公司毛利率 5.85%，同比减少 1.02pct；归母净利率 2.37%，同比增加 0.23pct；加权平均净资产收益率 5.91%，同比增加 0.69pct。公司期间费用合计 14.84 亿元，同比增长 55.55%，期间费用率为 3.43%，同比增加 1.07pct。其中，销售费用 0.56 亿元，同比增长 3.57%，销售费用率为 0.13%，同比持平；管理费用 12.94 亿元，同比增长 42.18%，管理费用率为 2.99%，同比增加 0.74pct，主要原因是本期部分职能优化；财务费用-1.32 亿元，同比增加 1.22 亿元，财务费用率为-0.31%，同比增加 0.32pct；研发费用 2.66 亿元，同比增长 9.25%，研发费用率为 0.62%，同比增加 0.01pct。2024 年公司其他收益 4.00 亿元，较 2023 年增加 3.88 亿元，其中 2024 年增值税加计抵减 3.92 亿元，2023 年无此项。2025Q1，公司毛利率为 8.24%，同比增加 0.19pct；净利率为 3.42%，同比增加 0.20pct；加权平均净资产收益率为 1.36%，同比减少 0.02pct。
- **经营活动现金流净额同比增加**。2024 年，公司经营活动产生的现金流量净额-0.58 亿元，同比增加 54.57 亿元，2023 年为-55.15 亿元，以前年度收到产品预收货款部分在本期确认收入；投资活动产生的现金流量净额-13.03 亿元，同比减少 1.75 亿元，2023 年为-11.28 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-0.64 亿元，同比增加 3.46 亿元，2023 年为-4.10 亿元。
- **合同负债同比下降**。截至 2024 年末，公司应收账款、应收票据合计 126.00 亿元，较 2024 年初减少 29.90%；其中，应收账款 124.65 亿元，较 2024 年初减少 29.86%，应收票据 1.35 亿元，较 2024 年初减少 32.85%；应收账款周转率 2.86 次，同比减少 0.30 次。存货 226.92 亿元，较 2024 年初减少 3.16%，存货周转率 1.76 次，同比增加 0.25 次。截至 2024 年末，公司合同负债 78.05 亿元，较 2024 年初下降 58.49%，较 2024 年三季度末减少 14.95%。截至 2025Q1 末，公司合同负债 77.19 亿元，较 2025 年初

下降 1.10%；应收账款 163.09 亿元，较 2025 年初增长 30.84%，主要系本报告期部分销售产品货款尚未收回；存货 220.86 亿元，较 2025 年初下降 2.67%。

- **2025 年预计关联采购及销售金额同比下降。**2024 年，公司向关联人销售产品与提供服务金额为 20.47 亿元，同比增长 97.55%，计划完成度为 92.93%；2025 年预计额为 19.39 亿元，较 2024 年预计额同比下降 5.29%，较 2024 年实际额增长 1.92%。2024 年，公司向关联人采购产品与接受服务金额为 268.35 亿元，同比下降 18.97%，计划完成度为 65.87%；2025 年预计额为 224.88 亿元，较 2024 年预计额同比下降 16.20%，较 2024 年实际额增长 27.22%。
- 我们根据最新财报调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 11.59/12.97/14.38 亿元，EPS 分别为 0.42/0.47/0.52 元/股，对应 2025 年 5 月 9 日收盘价 PE 为 58.2/52.0/46.9 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：军品订单增速低于预期；新产品生产交付低于预期。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	43216	47619	51498	54763
同比增长	7.2%	10.2%	8.1%	6.3%
归母净利润（百万元）	1023	1159	1297	1438
同比增长	18.9%	13.2%	11.9%	10.9%
毛利率	5.9%	5.8%	5.9%	5.9%
ROE	4.9%	5.3%	5.7%	6.1%
每股收益（元）	0.37	0.42	0.47	0.52
市盈率	65.9	58.2	52.0	46.9

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

事件

- 公司发布 2024 年年报：实现营业收入 432.16 亿元，同比增长 7.23%；归母净利润 10.23 亿元（在预告区间 9.90 至 10.70 亿元中位），同比增长 18.87%；扣非归母净利润 9.21 亿元，同比增长 13.78%；基本每股收益 0.37 元/股，同比增长 18.90%。
- 公司拟以未来实施权益分配方案时股权登记日的总股本 27.82 亿股为基数，向全体股东每 10 股派送现金股利 1.20 元（含税），合计分配现金股利 3.34 亿元，占 2024 年度归母净利润的 32.62%。

点评

● 营收利润同比稳步增长

公司发布 2024 年年报，全年实现营业收入 432.16 亿元，同比增长 7.23%；归母净利润 10.23 亿元（在预告区间 9.90 至 10.70 亿元中位），同比增长 18.87%；扣非归母净利润 9.21 亿元，同比增长 13.78%；基本每股收益 0.37 元/股，同比增长 18.90%。

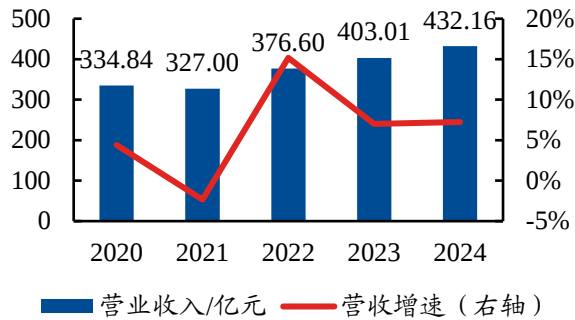
分季度看，公司 2024 年四个季度分别实现营业收入 84.55 亿元（同比增长 6.45%，下同）、118.74 亿元（同比增长 2.25%）、84.92 亿元（同比减少 4.13%）、143.95 亿元（同比增长 21.09%，环比增长 69.52%）；实现归母净利润 2.72 亿元（同比增长 6.45%）、3.85 亿元（同比增长 2.25%）、2.87 亿元（同比减少 4.13%）、0.80 亿元（同比增长 21.09%，环比减少 72.20%）。

据 2023 年报，2024 年经营计划是实现营业收入 451 亿元，全员劳动生产率 46.14 万元/人，2024 年分别实现目标的 95.82%、96.38%。据 2024 年报，公司 2025 年计划实现营业收入 449.88 亿元，计划实现全员劳动生产率 44.80 万元/人，分别较 2024 年实际情况增长 4.10%、0.74%；较 2024 年计划减少 0.25%、2.90%。

2024 年，公司按期完成军机任务；民机产品方面，公司按计划节点完成了 C909 飞机、C919 飞机、AG600 飞机、新舟系列飞机等民机型号的大部件及零件交付任务。2024 年共交付 C909 部件及 C919 部件 44 架份，交付新舟部件 2 架份。国际合作项目方面，公司按客户订单要求完成了国际合作项目生产交付任务，2024 年共交付国际转包项目 1267 架份，其中交付空客公司 677 架份，交付波音公司 559 架份，其它项目 31 架份。

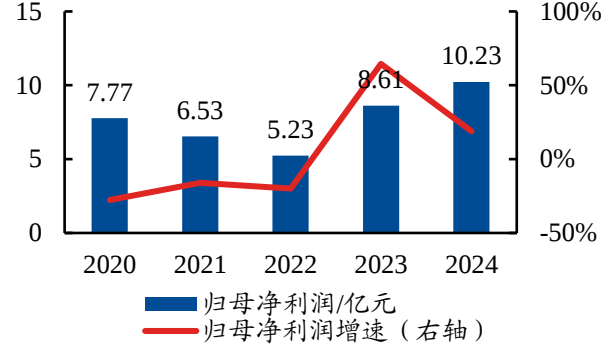
2025Q1, 公司实现营业收入 84.38 亿元, 同比下降 0.20%; 实现, 归母净利润 2.89 亿元, 同比增长 5.97%; 扣非归母净利润 2.98 亿元, 同比增长 7.45%; 基本每股收益 0.10 元, 同比增长 6.00%。

图1、2020-2024 年营收及增速



数据来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2020-2024 年归母净利润及增速



数据来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表1、近年分季度营收和归母净利润情况

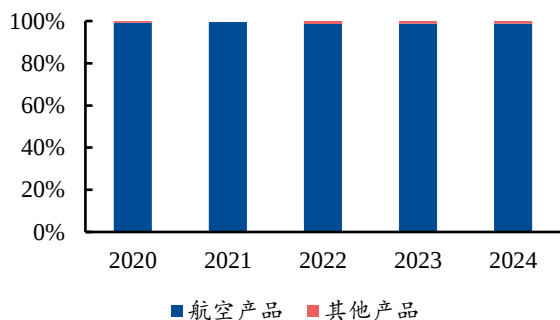
年份	季度	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润 (%)
2021	Q1	6.93	66.79	20.42%	1.35	20.72%
	Q2	6.07	83.72	25.60%	2.00	30.71%
	Q3	7.07	80.57	24.64%	2.72	41.70%
	Q4	9.47	95.92	29.33%	0.45	6.87%
2022	Q1	8.07	75.09	19.94%	1.55	29.54%
	Q2	6.89	116.11	30.83%	3.28	62.72%
	Q3	7.23	92.25	24.50%	1.74	33.30%
	Q4	6.26	93.15	24.73%	-1.34	-25.56%
2023	Q1	7.51	79.43	19.71%	2.36	27.36%
	Q2	5.84	116.13	28.82%	3.30	38.30%
	Q3	8.53	88.57	21.98%	2.38	27.69%
	Q4	6.21	118.88	29.50%	0.57	6.65%
2024	Q1	8.05	84.55	19.56%	2.72	26.62%
	Q2	4.36	118.74	27.48%	3.85	37.59%
	Q3	10.88	84.92	19.65%	2.87	28.00%
	Q4	2.83	143.95	33.31%	0.80	7.79%

数据来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 航空产品毛利率小幅下滑

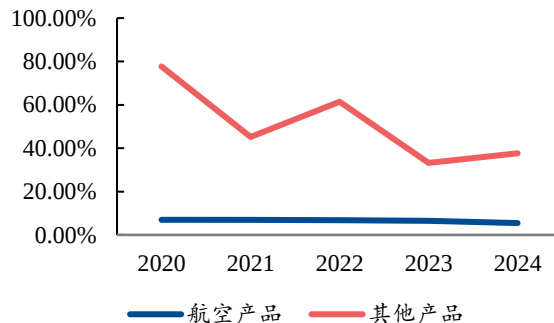
分产品看, 2024 年公司航空产品实现营收 426.95 亿元, 同比增长 6.99%; 占总营收比重为 98.79%, 同比减少 0.22pct; 毛利率 5.47%, 同比减少 1.06pct。其他产品实现营收 5.21 亿元, 同比增长 1.02%; 占总营收比重为 1.21%, 同比减少 0.07pct; 毛利率 37.61%, 同比增加 4.40pct。

图3、2020-2024 年分产品营收（亿元）及占比



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2020-2024 年分产品毛利率

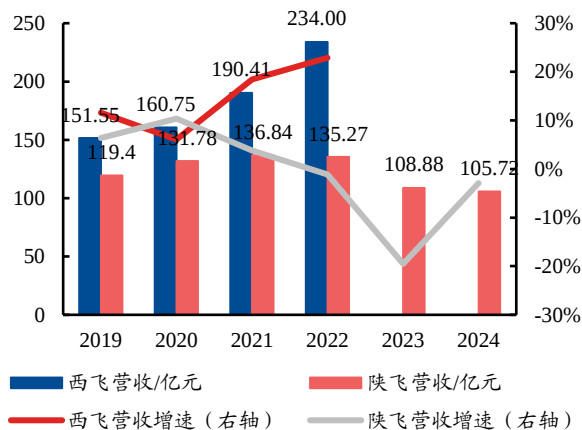


数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 母公司净利润同比大幅增长

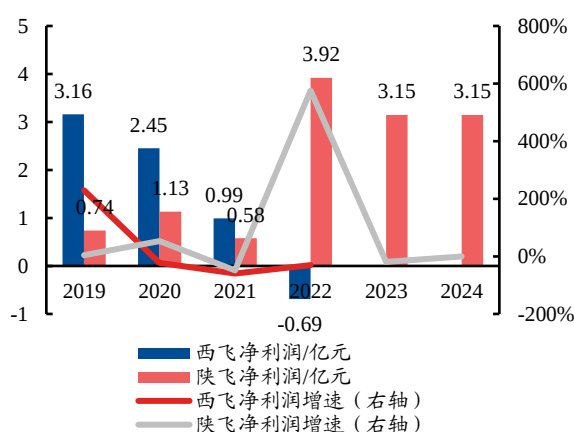
2024 年母公司实现营业收入 334.49 亿元，同比增长 21.08%；实现净利润 7.61 亿元，同比增长 72.09%；净利率 2.27%，同比增加 0.67pct。子公司中航工业陕飞实现营业收入 105.72 亿元，同比减少 2.90%；实现净利润 3.15 亿元，同比小幅下降 0.01%；净利率 2.98%，同比增加 0.09pct。

图5、2019-2024 年主要子公司营收及增速



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2019-2024 年主要子公司净利润及增速



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 净利率同比小幅提升，部分职能优化导致管理费用同比增长

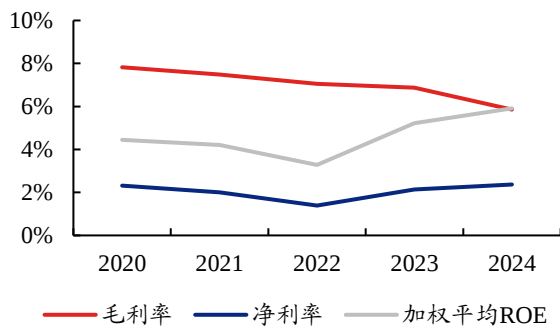
2024 年，公司毛利率 5.85%，同比减少 1.02pct；归母净利率 2.37%，同比增加 0.23pct；加权平均净资产收益率 5.91%，同比增加 0.69pct。公司期间费用合计 14.84 亿元，同比增长 55.55%，期间费用率为 3.43%，同比增加 1.07pct。其中，销售费用 0.56 亿元，同比增长 3.57%，销售费率为 0.13%，同比持平；管理费用 12.94 亿元，同比增长 42.18%，管理费用率为 2.99%，同比增加 0.74pct，主要原因是本期部分职能优化；财务费用-1.32 亿元，同比增加 1.22 亿元，财务费用

率为-0.31%，同比增加 0.32pct；研发费用 2.66 亿元，同比增长 9.25%，研发费用率为 0.62%，同比增加 0.01pct。

2024 年公司其他收益 4.00 亿元，较 2023 年增加 3.88 亿元，其中 2024 年增值税加计抵减 3.92 亿元，2023 年无此项。

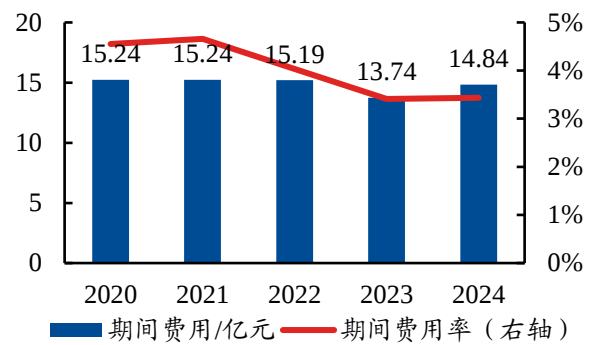
2025Q1，公司毛利率为 8.24%，同比增加 0.19pct；净利率为 3.42%，同比增加 0.20pct；加权平均净资产收益率为 1.36%，同比减少 0.02pct。

图7、2020-2024 年毛利率、净利率及加权平均 ROE



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、2020-2024 年期间费用及期间费用率

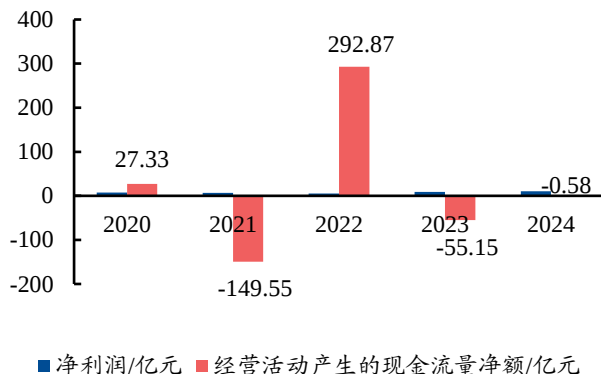


数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 经营活动现金流净额同比增加，合同负债同比下降

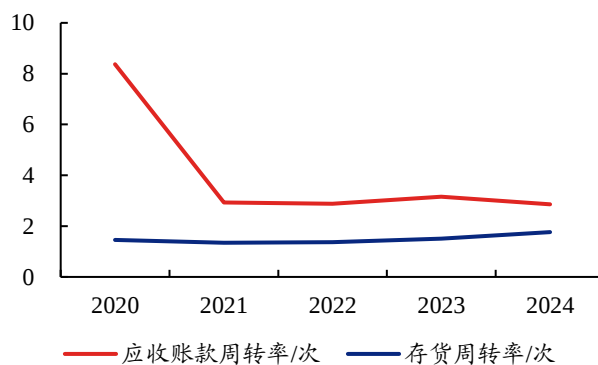
2024 年，公司经营活动产生的现金流量净额-0.58 亿元，同比增加 54.57 亿元，2023 年为-55.15 亿元，以前年度收到产品预收货款部分在本期确认收入；投资活动产生的现金流量净额-13.03 亿元，同比减少 1.75 亿元，2023 年为-11.28 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-0.64 亿元，同比增加 3.46 亿元，2023 年为-4.10 亿元。

图9、2020-2024 年净利润及经营活动产生的现金流量净额



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、2020-2024 年应收账款及存货周转率



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2024 年末，公司应收账款、应收票据合计 126.00 亿元，较 2024 年初减少 29.90%；其中，应收账款 124.65 亿元，较 2024 年初减少 29.86%，应收票据 1.35 亿元，较 2024 年初减少 32.85%；应收账款周转率 2.86 次，同比减少 0.30 次。存货 226.92 亿元，较 2024 年初减少 3.16%，存货周转率 1.76 次，同比增加 0.25 次。截至 2024 年末，公司合同负债 78.05 亿元，较 2024 年初下降 58.49%，较 2024 年三季度末减少 14.95%。

截至 2025Q1 末，公司合同负债 77.19 亿元，较 2025 年初下降 1.10%；应收账款 163.09 亿元，较 2025 年初增长 30.84%，主要系本报告期部分销售产品货款尚未收回；存货 220.86 亿元，较 2025 年初下降 2.67%。

● 2025 年预计关联采购及销售金额同比下降

2024 年，公司向关联人销售产品与提供服务金额为 20.47 亿元，同比增长 97.55%，计划完成度为 92.93%；2025 年预计额为 19.39 亿元，较 2024 年预计额同比下降 5.29%，较 2024 年实际额增长 1.92%。2024 年，公司向关联人采购产品与接受服务金额为 268.35 亿元，同比下降 18.97%，计划完成度为 65.87%；2025 年预计额为 224.88 亿元，较 2024 年预计额同比下降 16.20%，较 2024 年实际额增长 27.22%。

表2、2022-2025 年公司关联交易情况（亿元）

关联交易类别	2025 年 度预计 额	2024 年 度预计 额	2024 年 度实际 额	完成度	2023 年 度预计 额	2023 年 度实际 额	完成度	2022 年 度预计 额	2022 年 度实际 额	完成度
向关联人销售 产品与提供服 务	19.39	20.47	19.02	92.93%	11.99	9.63	45.89%	8.04	3.24	26.91%
向关联人采购 产品与接受服 务	224.88	268.35	176.76	65.87%	219.06	218.13	95.61%	174.48	164.02	92.13%

数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 盈利预测与投资建议

我们根据最新财报调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 11.59/12.97/14.38 亿元，EPS 分别为 0.42/0.47/0.52 元/股，对应 2025 年 5 月 9 日收盘价 PE 为 58.2/52.0/46.9 倍，维持“增持”评级。

- 风险提示

军品订单增速低于预期；新产品生产交付低于预期。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	57315	74268	77920	85577
货币资金	17888	20599	19671	23968
交易性金融资产	181	182	182	41
应收票据及应收账款	12600	18470	20661	21561
预付款项	1965	2242	2423	2576
存货	22692	30680	32951	35279
其他	1989	2095	2033	2152
非流动资产	16495	15053	13099	10624
长期股权投资	1604	1593	1596	1596
固定资产	7524	6357	4858	2516
在建工程	1829	1667	1301	1434
无形资产	1784	1709	1634	1559
商誉	0	0	0	0
其他	3755	3727	3711	3519
资产总计	73811	89322	91019	96201
流动负债	54564	68590	69413	73677
短期借款	680	622	642	642
应付票据及应付账款	41605	45448	49231	52357
其他	12279	22519	19541	20678
非流动负债	-1778	-1086	-1085	-1137
长期借款	496	496	496	496
其他	-2274	-1582	-1581	-1633
负债合计	52786	67504	68327	72540
股本	2782	2782	2782	2782
未分配利润	4256	4862	5542	6296
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	21024	21818	22692	23661
负债及权益合计	73811	89322	91019	96201

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1023	1159	1297	1438
折旧和摊销	1135	2685	2822	2842
营运资金的变动	-2271	-158	-3879	663
经营活动产生现金流量	-58	3720	348	5046
资本支出	-1397	-1247	-854	-486
长期投资	42	-20	-4	270
投资活动产生现金流量	-1303	-1205	-834	-189
债权融资	-288	595	20	-51
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-64	196	-442	-560
现金净变动	-1412	2711	-928	4297

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	43216	47619	51498	54763
营业成本	40686	44836	48467	51521
税金及附加	304	319	335	345
销售费用	56	57	57	55
管理费用	1294	1143	1184	1205
研发费用	266	286	299	307
财务费用	-132	-318	-373	-354
投资收益	-10	24	26	27
公允价值变动收益	37	0	0	0
信用减值损失	1	-26	-93	-100
资产减值损失	-53	-3	-8	0
营业利润	1185	1340	1505	1667
营业外收支	10	11	7	9
利润总额	1195	1351	1512	1676
所得税	172	192	215	238
净利润	1023	1159	1297	1438
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1023	1159	1297	1438
EPS(元)	0.37	0.42	0.47	0.52

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	7.2%	10.2%	8.1%	6.3%
营业利润增长率	15.8%	13.1%	12.4%	10.7%
归母净利润增长率	18.9%	13.2%	11.9%	10.9%
盈利能力				
毛利率	5.9%	5.8%	5.9%	5.9%
归母净利率	2.4%	2.4%	2.5%	2.6%
ROE	4.9%	5.3%	5.7%	6.1%
偿债能力				
资产负债率	71.5%	75.6%	75.1%	75.4%
流动比率	1.05	1.08	1.12	1.16
速动比率	0.56	0.57	0.58	0.62
营运能力				
资产周转率	55.9%	58.4%	57.1%	58.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.37	0.42	0.47	0.52
每股经营现金	-0.02	1.34	0.13	1.81
估值比率(倍)				
PE	65.9	58.2	52.0	46.9
PB	3.2	3.1	3.0	2.8

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。

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