



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 05 月 12 日

基础数据

05 月 09 日收盘价（元）	47.79
总市值（亿元）	249.59
总股本（亿股）	5.22

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】菲利华 2024 年三季报点评：静待航空航天需求释放，在建工程持续提升-2024.11.09

【兴证军工】菲利华 2024 年中报点评：航空航天需求短期回落，半导体板块稳步增长-2024.09.03

分析师：石康

S1220517040001
shikang@xyzq.com.cn

分析师：李博彦

S0190519080005
liboyan@xyzq.com.cn

研究助理：周登科

zhoudengke@xyzq.com.cn

菲利华(300395.SZ)

25Q1 扣非后归母净利润同比高增，需求反转开始兑现

投资要点：

- **公司发布 2024 年报：**实现营收 17.42 亿元，同比减少 16.68%；归母净利润 3.14 亿元，同比减少 41.56%，扣非后归母净利润 2.64 亿元，同比减少 46.71%；基本每股收益 0.61 元，同比减少 42.53%。2024 年，半导体市场复苏呈现结构性分化趋势，叠加国际产业政策变化及国际产业分工的调整，影响全球半导体供应链稳定性，公司以新市场开拓和新产品开发为重点，半导体板块营收同比增长 11%；航空航天领域需求回落导致公司销售订单阶段性下降公司航空航天板块营收下降。
- **公司发布 2025 年一季报：**实现营收 4.06 亿元，同比减少 0.97%；归母净利润 1.05 亿元，同比增长 35.72%；扣非后归母净利润 0.95 亿元，同比增长 93.28%；基本每股收益 0.22 元，同比增长 50.10%。
- **研发费用持续提升。**2024 年，公司期间费用总额 4.22 亿元，同比增长 1.66%，期间费用占营收比重 24.21%，同比增加 4.37pct，其中研发费用 2.50 亿元，同比增长 11.98%，占营业收入的 14.35%，同比增加 3.67pct。截至 2024 年末，在石英玻璃纤维和复合材料板块，公司完成电子电路用石英纱、石英布的研制定型；公司已有 18 个高性能复合材料结构件产品项目研发成功。
- **公司项目建设稳步推进。**2024 年，1）合成石英玻璃材料扩产项目开工建设，预计新增合成石英玻璃材料年产能 160 吨；2）合肥光微光掩膜基板精密加工项目具备批量供货能力；3）济南光微高端电子专用材料精密加工项目厂房顺利封顶，产品研发稳步推进；4）中益新材电子布项目稳步扩产，进入批量制备和供货阶段；5）海凌汇智透明陶瓷全要素检验检测平台建设完成，中试平台建设完成。
- **公司拟以简易程序向特定对象发行股票。**公司发布关于提请股东大会授权董事会办理以简易程序向特定对象发行股票的公告，同意董事会提请股东大会授权董事会向特定对象发行融资总额不超过人民币 3 亿元且不超过最近一年末净资产 20% 的股票。
- 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 5.76/9.18/13.80 亿元，EPS 分别为 1.10/1.76/2.64 元，对应 5 月 9 日收盘价 PE 为 43.3/27.2/18.1 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：需求恢复不及预期；原材料供应和价格波动。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1742	2424	3250	4394
同比增长	-16.7%	39.2%	34.1%	35.2%
归母净利润（百万元）	314	576	918	1380
同比增长	-41.6%	83.4%	59.4%	50.2%
毛利率	42.2%	43.8%	46.3%	47.8%
ROE	7.6%	12.6%	17.3%	21.6%
每股收益（元）	0.61	1.10	1.76	2.64
市盈率	79.4	43.3	27.2	18.1

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 年报**：实现营收 17.42 亿元，同比减少 16.68%；归母净利润 3.14 亿元，同比减少 41.56%，扣非后归母净利润 2.64 亿元，同比减少 46.71%；基本每股收益 0.61 元，同比减少 42.53%。
- 公司发布 **2025 年一季报**：实现营收 4.06 亿元，同比减少 0.97%；归母净利润 1.05 亿元，同比增长 35.72%；扣非后归母净利润 0.95 亿元，同比增长 93.28%；基本每股收益 0.22 元，同比增长 50.10%。
- **2024 年利润分配方案**：公司拟以 5.21 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.30 元，共计派发现金 6767.54 万元，不送红股，不以资本公积金转增股本。2024 年度公司分红及回购合计 1.18 亿元，占 2024 年归母净利润比例为 37.48%。

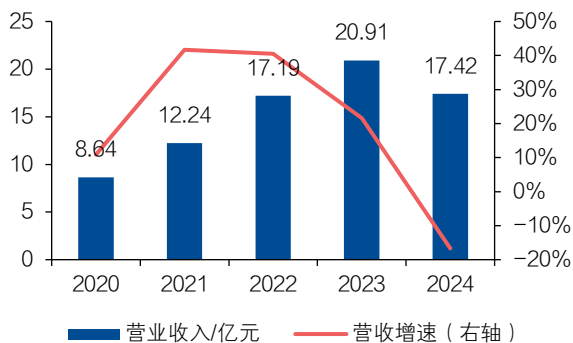
点评

- **24 年营收及利润同比下降，25Q1 利润显著增长**

2024 年公司全年实现营收 17.42 亿元，同比减少 16.68%；归母净利润 3.14 亿元，同比减少 41.56%，扣非后归母净利润 2.64 亿元，同比减少 46.71%；基本每股收益 0.61 元，同比减少 42.53%。

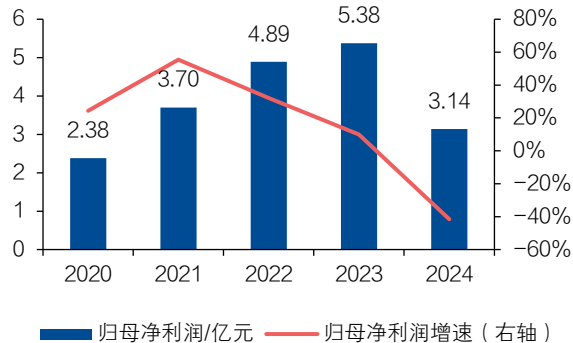
2024 年，1) 半导体市场复苏呈现结构性分化趋势，叠加国际产业政策变化及国际产业分工的调整，影响全球半导体供应链稳定性，公司以新市场开拓和新产品开发为重点，半导体板块 营收同比增长 11%；2) 航空航天领域需求回落导致公司销售订单阶段性下降公司航空航天板块营收下降；3) 光伏行业呈现阶段性供需错配的局面，产业链竞争加剧，公司光伏板块营收同比下降；4) 光通讯板块市场需求承压，价格竞争进一步加剧，公司光通讯板块营收同比下降。

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、近年来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 (%)
2022	Q1	46.67	3.73	21.67%	0.90	18.48%
	Q2	58.83	4.83	28.07%	1.60	32.70%
	Q3	50.25	4.19	24.35%	1.24	25.37%
	Q4	47.68	4.45	25.90%	1.15	23.45%
2023	Q1	45.57	4.99	23.88%	1.12	20.80%
	Q2	54.48	5.24	25.05%	1.75	32.54%
	Q3	51.44	4.72	22.57%	1.24	22.98%
	Q4	46.81	5.96	28.51%	1.27	23.68%
2024	Q1	39.64	4.10	23.55%	0.77	24.64%
	Q2	45.47	5.05	28.97%	0.95	30.18%
	Q3	41.23	3.99	22.89%	0.62	19.86%
	Q4	41.59	4.28	24.59%	0.80	25.32%

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

公司 2024 年四个季度分别实现营收 4.10 亿元（同比-17.81%，下同）、5.05 亿元（-3.61%）、3.99 亿元（-15.52%）、4.28 亿元（-28.14%）；公司 2024 年四个季度分别实现归母净利润 0.77 亿元（-30.77%）、0.95 亿元（-45.80%）、0.62 亿元（-49.50%）、0.80 亿元（-37.50%）。

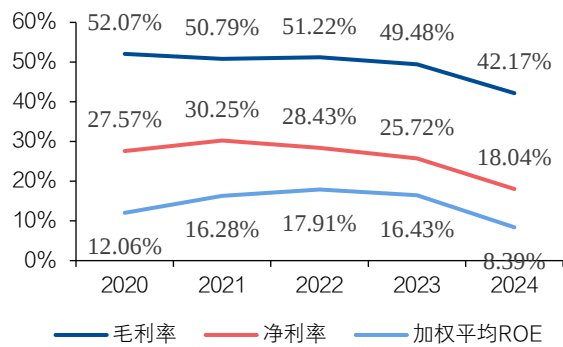
2025Q1，公司实现营收 4.06 亿元，同比减少 0.97%，环比减少 5.14%；归母净利润 1.05 亿元，同比增长 35.72%，环比增长 32.07%；扣非后归母净利润 0.95 亿元，同比增长 93.28%，环比增长 28.21%；基本每股收益 0.22 元，同比增长 50.10%。

● 毛利率、净利率同比减少

2024 年，公司整体毛利率为 42.17%，同比减少 7.31pct；归母净利率为 18.04%，同比减少 7.68pct；加权平均净资产收益率 8.39%，同比减少 8.04pct。分季度看，公司 2024 年四个季度毛利率分别为 39.64%（同比-5.93pct）、45.47%（-9.01pct）、41.23%（-10.21pct）、41.59%（-5.22pct）；公司 2024 年四个季度归母净利率分别为 18.87%（-3.53pct）、18.79%（-14.62pct）、15.65%（-10.53pct）、18.58%（-2.78pct）。

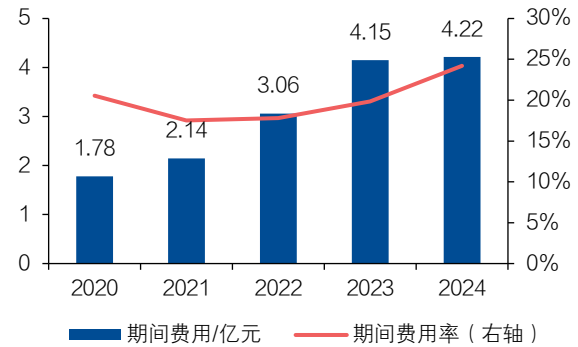
2025Q1，公司毛利率为 49.96%，同比增加 10.32pct，环比增加 8.37pct；归母净利率为 25.87%，同比增加 6.99pct，环比增加 7.29pct；加权平均净资产收益率为 2.51%，同比增加 0.55pct。

图3、2020-2024 年毛利率、归母净利率及加权平均 ROE



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、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

● 期间费用率增加

2024 年，公司期间费用总额 4.22 亿元，同比增长 1.66%，期间费用占营收比重 24.21%，同比增加 4.37pct；其中销售费用 0.25 亿元，同比增长 2.82%，占营业收入的 1.43%，同比增加 0.27pct；管理费用 1.47 亿元，同比减少 19.22%，占营业收入的 8.43%，同比减少 0.26pct；财务费用-10.05 万元，同比增加 1440.23 万元，主要系 2024 年内利息支出增加，利息收入减少。2025Q1，公司期间费用合计 9822.51 万元，同比减少 0.96%，占营业收入的比重为 24.18%，同比持平。

2024 年，公司研发费用 2.50 亿元，同比增长 11.98%，占营业收入的 14.35%，同比增加 3.67pct。2024 年：

- 1) 在石英玻璃材料和制品板块，公司高纯合成石英砂项目顺利转入中试阶段；黑白石英、高均匀性合成石英产品初步形成稳定量产能力；大规模低羟基合成石英材料达到研发指标；低膨胀合成石英产品质量稳步提升，居国内领先水平，牵头制订国家标准，并建成了低膨胀合成石英全面检测能力；无氯合成石英产品通过客户验证并形成批量生产能力；
- 2) 在石英玻璃纤维和复合材料板块，公司完成电子电路用石英纱、石英布的研制定型，完成 QDR 型石英纤维及织物、彩色石英纤维及织物的研制，完成新型蜂窝结构织物研制并实现自动化生产，均进入推广应用阶段；截至 2024 年

末，公司已有 18 个高性能复合材料结构件产品项目研发成功，各项指标均满足要求，通过了相关试验的考核，得到了用户的认可和高度评价。

● 石英玻璃材料、制品收入减少，毛利率降低

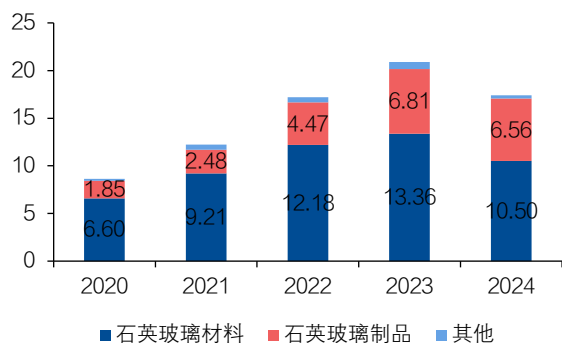
2024 年，公司石英玻璃制品实现销售收入 6.56 亿元，同比减少 3.56%，占总营收的 37.69%，毛利率为 26.84%，同比减少 4.86pct；石英玻璃材料实现销售收入 10.50 亿元，同比减少 21.43%，占总营收的 60.28%，毛利率为 52.42%，同比减少 7.92pct。

表2、公司主营业务分产品营收及毛利率情况（单位：亿元）

	2024			2023			营收同比 增速	毛利率同 比增减
	金额	占营业收入 比重	毛利率	金额	占营业收入 比重	毛利率		
营业收入 合计	17.42	100%	42.17%	20.91	100%	49.48%	-16.68%	-7.31pct
分产品								
石英玻璃 材料	10.50	60.28%	52.42%	13.36	63.92%	60.34%	-21.43%	-7.92pct
石英玻璃 制品	6.56	37.69%	26.84%	6.81	32.56%	31.70%	-3.56%	-4.86pct
其他	0.35	2.03%	22.50%	0.74	3.52%	16.71%	-51.85%	+5.79pct

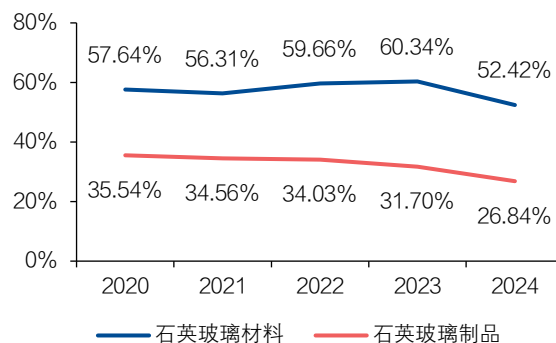
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、2020-2024 年分产品营收（亿元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2020-2024 年分产品毛利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

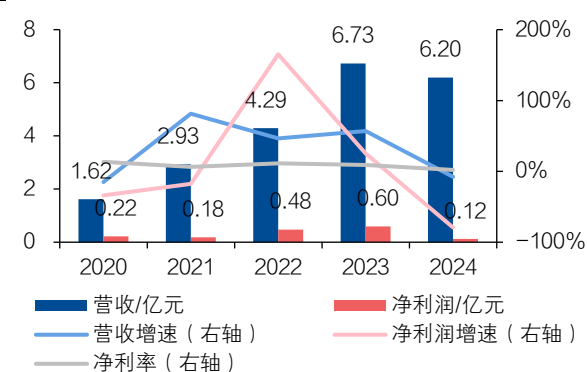
2024 年，1）合成石英玻璃材料扩产项目开工建设，预计新增合成石英玻璃材料年产能 160 吨；2）合肥光微光掩膜基板精密加工项目具备批量供货能力；3）济南光微高端电子专用材料精密加工项目厂房顺利封顶，产品研发稳步推进；4）中

益新材电子布项目稳步扩产，进入批量制备和供货阶段；5）海凌汇智透明陶瓷全要素检验检测平台建设完成，中试平台建设完成。

● 子公司上海石创净利率大幅减少

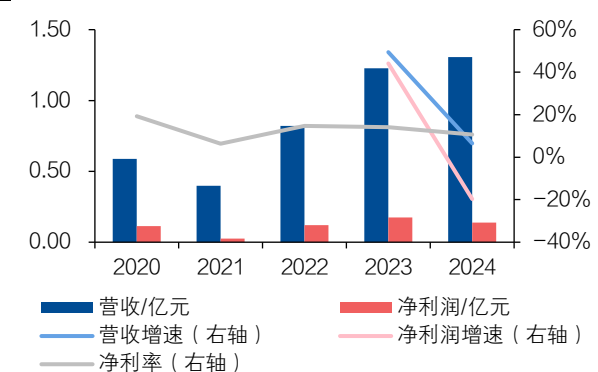
2024 年，控股子公司上海石创实现营收 6.20 亿元，同比减少 7.92%，净利润 0.12 亿元，减少 79.27%，净利率为 1.99%，同比减少 6.85pct。子公司潜江菲利华实现营收 3.32 亿元，同比减少 14.66%，净利润 0.65 亿元，同比减少 7.33%，净利率为 19.71%，同比增加 1.56pct。子公司中益环保实现营收 1.31 亿元，同比增长 6.49%，净利润为 1392.94 万元，同比减少 19.70%，净利率为 10.63%，同比减少 3.50pct。

图7、2020-2024 年上海石创营收、净利润及增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、2020-2024 年中益环保营收、净利润及增速



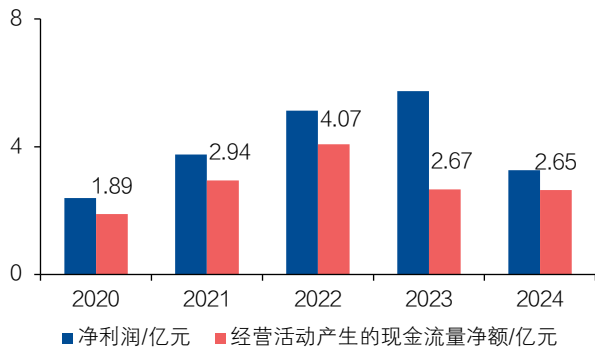
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 经营性现金流与去年同期基本持平

2024 年，公司经营活动产生的现金流净额 2.65 亿元，同比减少 0.67%；投资活动现金流量净额-2.83 亿元，同比增加 9.30 亿元，主要系 2024 年内购买的理财产品净额减少，固定资产投资支出减少所致；筹资活动现金流量净额 1.61 亿元，同比减少 74.02%，主要系 2023 年收到募集资金 2024 年无发生、2024 年收到的限制性股票归属资金比 2023 年减少、2024 年偿还借款增加、2024 年新增股票回购支出所致。

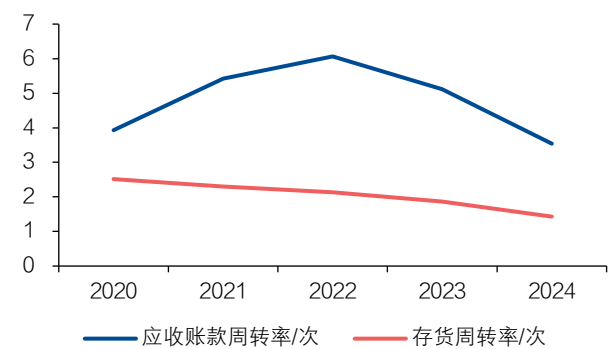
2025 年一季度公司经营活动产生的现金流量净额 1.58 亿元，2024Q1 为-1.16 亿元，主增加主要系 2024 年内回款增加，采购支出减少；投资活动产生的现金流量净额-4577.83 万元，2024Q1 为-415.87 万元，主要系 2024 年内固定资产投资增加；筹资活动产生的现金流量净额为 6945.96 万元，同比减少 30.46%，主要系 2024 年内偿还借款增加所致。

图9、2020-2024 年净利润及经营活动产生的现金流净额



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

● 存货同比大幅增长，应收票据金额大幅降低

截至 2024 年末，公司存货 7.43 亿元，同比增长 11.61%；其中原材料 4.91 亿元，同比增长 26.26%，在产品 0.51 亿元，同比减少 36.83%；库存商品 1.56 亿元，同比增长 42.97%。截至 2024 年末，公司应收账款 5.01 亿元，同比增长 3.92%，应收票据 2.80 亿元，同比减少 30.88%。

截至 2025Q1 末，公司存货 7.39 亿元，较 2025 年初减少 0.61%；应收账款 5.63 亿元，较 2025 年初增长 12.25%，同比增长 22.16%；应收票据 1.18 亿元，较 2025 年初减少 57.96%。

● 公司客户集中度下降

2024 年，公司对前五大客户销售额 3.39 亿元，同比减少 49.27%，占年度销售总额的 19.42%，同比减少 12.49pct。其中公司对第一大客户销售额 1.23 亿元，同比减少 39.25%，占年度销售总额的 7.08%，同比减少 2.64pct。

● 公司拟以简易程序向特定对象发行股票

公司发布关于提请股东大会授权董事会办理以简易程序向特定对象发行股票的公告。公司同意董事会提请股东大会授权董事会向特定对象发行融资总额不超过人民币 3 亿元且不超过最近一年末净资产 20% 的股票，授权期限自公司 2024 年度股东大会审议通过之日起至公司 2025 年度股东大会召开之日止。

- 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 5.76/9.18/13.80 亿元，EPS 分别为 1.10/1.76/2.64 元，对应 5 月 9 日收盘价 PE 为 43.3/27.2/18.1 倍，维持“增持”评级。

- 风险提示

需求恢复不及预期；原材料供应和价格波动。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2906	3455	4297	5614
货币资金	685	634	743	1029
交易性金融资产	392	402	412	422
应收票据及应收账款	782	1054	1410	1905
预付款项	90	122	157	206
存货	743	995	1271	1669
其他	213	248	305	384
非流动资产	3185	3337	3457	3594
长期股权投资	6	6	6	6
固定资产	1863	1995	2096	2166
在建工程	266	293	314	331
无形资产	213	238	262	283
商誉	122	122	122	122
其他	715	683	657	686
资产总计	6091	6792	7755	9208
流动负债	831	1031	1214	1477
短期借款	117	167	157	147
应付票据及应付账款	381	515	660	867
其他	333	348	396	463
非流动负债	313	331	331	331
长期借款	69	69	69	69
其他	244	262	262	262
负债合计	1144	1362	1544	1808
股本	522	522	522	522
未分配利润	2044	2410	2994	3870
少数股东权益	818	849	907	1014
股东权益合计	4947	5430	6210	7400
负债及权益合计	6091	6792	7755	9208

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	314	576	918	1380
折旧和摊销	207	270	305	339
营运资金的变动	-272	-429	-543	-757
经营活动产生现金流量	265	435	726	1045
资本支出	-369	-447	-447	-448
长期投资	87	90	40	-10
投资活动产生现金流量	-283	-404	-404	-447
债权融资	39	22	-10	-10
股权融资	310	0	0	0
融资活动产生现金流量	161	-83	-213	-312
现金净变动	147	-51	109	286

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	1742	2424	3250	4394
营业成本	1007	1362	1746	2292
税金及附加	18	25	33	45
销售费用	25	31	42	57
管理费用	147	158	179	211
研发费用	250	279	309	338
财务费用	0	-9	-8	-10
投资收益	12	17	22	30
公允价值变动收益	17	16	16	16
信用减值损失	-8	-5	-5	-5
资产减值损失	-20	-10	-7	-5
营业利润	351	665	1068	1622
营业外收支	-7	-6	-6	-6
利润总额	344	660	1062	1617
所得税	18	53	85	130
净利润	326	607	977	1487
少数股东损益	12	30	59	107
归属母公司净利润	314	576	918	1380
EPS(元)	0.61	1.10	1.76	2.64

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	-16.7%	39.2%	34.1%	35.2%
营业利润增长率	-45.8%	89.3%	60.6%	51.9%
归母净利润增长率	-41.6%	83.4%	59.4%	50.2%
盈利能力				
毛利率	42.2%	43.8%	46.3%	47.8%
归母净利率	18.0%	23.8%	28.3%	31.4%
ROE	7.6%	12.6%	17.3%	21.6%
偿债能力				
资产负债率	18.8%	20.0%	19.9%	19.6%
流动比率	3.50	3.35	3.54	3.80
速动比率	2.40	2.19	2.30	2.48
营运能力				
资产周转率	29.0%	37.6%	44.7%	51.8%
每股资料(元)				
每股收益	0.61	1.10	1.76	2.64
每股经营现金	0.51	0.83	1.39	2.00
估值比率(倍)				
PE	79.4	43.3	27.2	18.1
PB	6.0	5.4	4.7	3.9

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