



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 05 月 14 日

基础数据

05 月 13 日收盘价（元）	25.37
总市值（亿元）	315.06
总股本（亿股）	12.42

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】国睿科技点评：多款硬核产品惊艳亮相珠海航展-2024.11.25

分析师：石康

S1220517040001
shikang@xyzq.com.cn

分析师：李博彦

S0190519080005
liboyan@xyzq.com.cn

分析师：石砾

S0190525040002
shili@xyzq.com.cn

国睿科技(600562.SH)

雷达装备带动整体收入稳增，所外预计关联销售金额大增

投资要点：

- **公司发布 2024 年年报：**2024 年，公司实现营业收入 34.00 亿元，同比增长 3.61%；归母净利润 6.30 亿元，同比增长 5.10%；扣非归母净利润 6.16 亿元，同比增长 6.53%；基本每股收益 0.51 元/股，同比增长 6.25%；加权平均净资产收益率 10.92%，同比减少 0.35pct。
- **雷达装备及相关系统产品交付较好，带动公司整体收入稳步增长。**分产品看，2024 年，雷达装备与相关系统方面，公司积极推动项目生产交付，军贸项目交付较好，板块收入显著增长，实现营业收入 26.73 亿元，同比增长 20.04%，毛利率 37.56%，同比减少 1.39pct。工业软件及智能制造方面，公司在航天、航空、船舶等领域的多个重点项目顺利完成交付验收，但因行业竞争加剧，收入毛利均有所下滑，实现营业收入 3.99 亿元，同比减少 11.87%，毛利率 36.83%，同比减少 0.62pct。智慧轨交方面，受行业政策周期调整影响，近两年智慧轨交业务新建线路减少，公司在手合同量相应下降，本报告期收入继续下滑，但公司自主化产品应用程度提高，毛利水平大幅提升，实现营业收入 2.83 亿元，同比减少 48.92%，毛利率 19.33%，同比增长 8.34pct。
- **公司发布 2025 年一季报：**2025Q1，公司实现营收 3.63 亿元，同比减少 35.36%；实现归母净利润 0.75 亿元，同比减少 34.81%；扣非归母净利润 0.67 亿元，同比减少 39.56%；基本每股收益 0.06 元/股，同比减少 33.33%。
- **公司预计 2025 年向除十四所外其他中国电科下属企业销售金额大幅增长。**2025 年，公司预计向十四所及其控股子公司销售金额为 8.19 亿元，该预计金额较 2024 年预计金额减少 54.93%，较 2024 年实际发生金额减少 49.08%。2025 年，公司预计向中国电科下属其他企业销售金额为 21.82 亿元，该预计金额较 2024 年预计金额增加 414.52%，较 2024 年实际发生金额增加 993.15%。2025 年，公司预计向十四所及其控股子公司和中国电科下属其他企业销售金额占同类业务比例分别为 21.46%和 57.20%，据此计算，2025 年预计销售金额约为 38.15 亿元，同比 2024 年营业收入增长 12.21%。
- 我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 7.13/7.57/8.79 亿元，PE 为 44.2/41.6/35.8 倍（对应 2025 年 5 月 13 日收盘价），维持“增持”评级。
- 风险提示：军品订单波动；毛利率下降；生产交付进度不及预期。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3400	3648	3947	4398
同比增长	3.6%	7.3%	8.2%	11.4%
归母净利润（百万元）	630	713	757	879
同比增长	5.1%	13.1%	6.3%	16.1%
毛利率	36.1%	36.5%	36.7%	37.1%
ROE	10.5%	11.0%	10.8%	11.5%
每股收益（元）	0.51	0.57	0.61	0.71
市盈率	50.0	44.2	41.6	35.8

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:2024 年,公司实现营业收入 34.00 亿元,同比增长 3.61%;归母净利润 6.30 亿元,同比增长 5.10%;扣非归母净利润 6.16 亿元,同比增长 6.53%;基本每股收益 0.51 元/股,同比增长 6.25%;加权平均净资产收益率 10.92%,同比减少 0.35pct。

2024 年利润分配方案:公司向全体股东每 10 股派发现金红利 1.57 元(含税)。截止 2024 年 12 月 31 日,公司总股本 12.42 亿股,以此计算合计拟派发现金红利 1.95 亿元(含税)。本年度公司现金分红占当年归属于公司股东净利润的比例为 30.96%。

公司发布 2025 年一季报:实现营收 3.63 亿元,同比减少 35.36%;实现归母净利润 0.75 亿元,同比减少 34.81%;扣非归母净利润 0.67 亿元,同比减少 39.56%;基本每股收益 0.06 元/股,同比减少 33.33%。

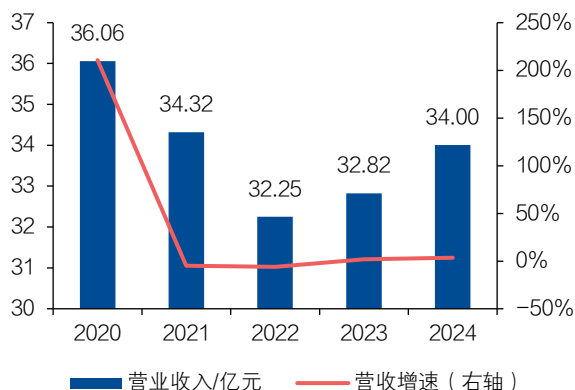
点评

- 雷达装备及相关系统产品交付较好,带动公司整体收入稳步增长

2024 年,公司实现营业收入 34.00 亿元,同比增长 3.61%;归母净利润 6.30 亿元,同比增长 5.10%;扣非归母净利润 6.16 亿元,同比增长 6.53%;基本每股收益 0.51 元/股,同比增长 6.25%;加权平均净资产收益率 10.92%,同比减少 0.35pct。本报告期雷达装备及相关系统产品交付较好,带动公司整体收入实现稳步增长。

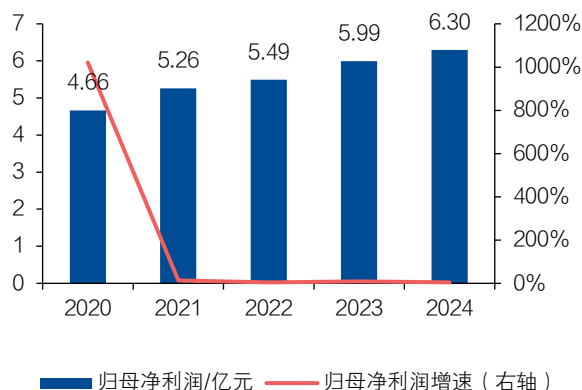
分季度看,公司 2024 年四个季度分别实现营业收入 5.62 亿元(同比-1.82%,下同)、9.96 亿元(+1.07%)、4.27 亿元(-24.68%)、14.15 亿元(+22.29%,环比+231.75%);实现归母净利润 1.16 亿元(同比+2.70%,下同)、2.30 亿元(+3.36%)、0.23 亿元(-61.32%)、2.61 亿元(+27.22%,环比+1053.63%)。

图1、2020-2024 年营收及增速



数据来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2020-2024 年归母净利润及增速



数据来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

表1、近年分季度营收和归母净利润情况（亿元）

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	25.87	5.88	18.22%	0.86	15.69%
	Q2	36.36	8.88	27.55%	2.07	37.78%
	Q3	30.26	5.43	16.85%	0.69	12.48%
	Q4	27.86	12.05	37.37%	1.87	34.04%
2023	Q1	35.21	5.72	17.44%	1.12	18.77%
	Q2	34.69	9.86	30.04%	2.23	37.15%
	Q3	33.86	5.66	17.26%	0.59	9.78%
	Q4	34.89	11.57	35.26%	2.06	34.30%
2024	Q1	36.72	5.62	16.53%	1.16	18.34%
	Q2	44.04	9.96	29.30%	2.30	36.54%
	Q3	35.64	4.27	12.55%	0.227	3.60%
	Q4	30.32	14.15	41.62%	2.61	41.52%
2025	Q1	44.28	3.63	—	0.75	—

数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

2025 年一季度，公司实现营收 3.63 亿元，同比减少 35.36%，主要系雷达整机及相关系统板块整机项目交付周期波动影响；实现归母净利润 0.75 亿元，同比减少 34.81%；扣非归母净利润 0.67 亿元，同比减少 39.56%；基本每股收益 0.06 元/股，同比减少 33.33%

● 军贸项目交付较好，雷达装备与相关系统板块收入显著增长

分产品看，2024 年，雷达装备与相关系统方面，公司积极推动项目生产交付，军贸项目交付较好，板块收入显著增长，实现营业收入 26.73 亿元，同比增长 20.04%，毛利率 37.56%，同比减少 1.39pct。工业软件及智能制造方面，公司在航天、航空、船舶等领域的多个重点项目顺利完成交付验收，但因行业竞争加剧，收入毛利均有所下滑，实现营业收入 3.99 亿元，同比减少 11.87%，毛利率 36.83%，同比减少 0.62pct。智慧轨交方面，受行业政策周期调整影响，近两年智慧轨交业务新建线路减少，公司在手合同量相应下降，本报告期收入继续下滑，但公司自主化产品应用程度提高，毛利水平大幅提升，实现营业收入 2.83 亿元，同比减少 48.92%，毛利率 19.33%，同比增长 8.34pct。

● 子公司国睿防务积极推动项目交付，收入利润相应增加

分子公司看，子公司国睿防务实现收入 19.95 亿元，同比增长 18.86%；净利润 5.61 亿元，同比增长 15.39%；净利率 28.13%，同比减少 0.85pct，主要系本报告期公司积极推动项目交付，收入增长推动净利润相应增加。南京恩瑞特实现收入 6.88 亿元，同比下降 16.01%；净利润 0.18 亿元，同比减少 39.23%；净利率 2.68%，同比减少 1.02pct，主要系本报告期智慧轨交收入下降、应收账款计提信用减值准

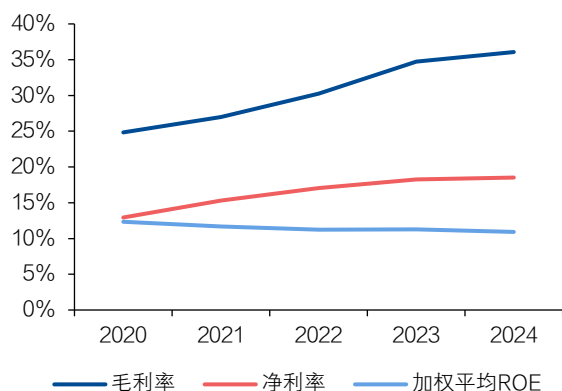
备增加等原因导致净利润有所下滑。国睿信维实现收入 4.10 亿元，同比下降 10.98%；净利润 0.58 亿元，同比减少 14.01%；净利率 14.16%，同比下降 0.50pct，主要系行业竞争加剧，收入及盈利指标略有下滑。

● 期间费用率小幅下降

2024 年，公司毛利率 36.07%，同比增加 1.36pct；归母净利率 18.52%，同比增加 0.26pct；加权平均净资产收益率 10.92%，同比减少 0.35pct。分季度看，公司 2024 年四个季度毛利率分别为 36.72%（同比+1.51pct，下同）、44.04%（+9.35pct）、35.64%（+1.78pct）、30.32%（-4.57pct，环比-5.32pct）；公司 2024 年四个季度归母净利率分别为 20.55%（同比+0.90pct，下同）、23.09%（+0.51pct）、5.31%（-5.03pct）、18.47%（+0.72pct，环比+13.16pct）。

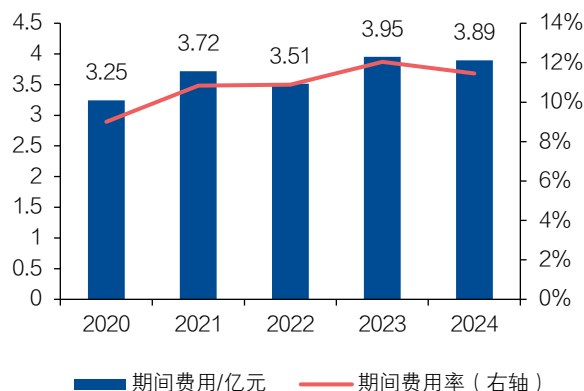
期间费用率小幅下降。2024 年，公司期间费用合计 3.89 亿元，同比增加 2.15%，期间费用率为 11.45%，同比减少 0.16pct。其中，销售费用 0.71 亿元，同比增加 0.78%，销售费用率为 2.10%，同比减少 0.06pct；管理费用 1.28 亿元，同比减少 0.81%，管理费用率为 3.77%，同比减少 0.17pct；财务费用-0.24 亿元，上年同期为-0.18 亿元，同比减少 0.06 亿元，主要系本报告期美元资产产生的汇兑收益较上年同期增加 759.72 万元，财务费用率为-0.70%，同比减少 0.16pct；研发费用 2.14 亿元，同比增加 7.45%，主要系公司持续优化研发投入布局，提高对核心业务的研发投入力度，雷达装备及相关系统研发支出较上年同期增长显著，研发费用率为 6.28%，同比增加 0.22pct。

图3、公司毛利率、净利率及加权平均 ROE



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司期间费用及期间费用率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2025 年一季度公司毛利率为 44.28%，同比增加 7.56 pct，环比增加 13.95 pct；归母净利率为 20.73%，同比增加 0.17 pct，环比增加 2.25 pct；加权平均资产收益率为 1.25 %，同比减少 0.81 pct。

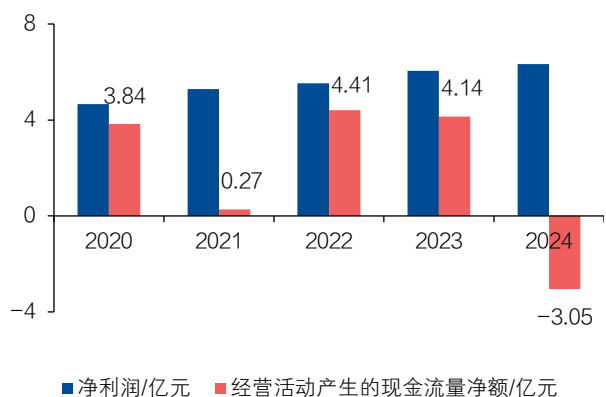
2025 年一季度公司期间费用合计 0.85 亿元，同比增加 12.48%，占营业收入的比重为 23.37%，同比增加 9.94pct；销售费用 0.14 亿元，同比减少 1.29%，占营业收入的比重为 3.77%，同比增加 1.30pct；管理费用 0.22 亿元，同比减少 14.55%，占营业收入的比重为 5.94%，同比增加 1.45pct；财务费用 0.14 亿元，同比增加 0.18 亿元，占营业收入的比重为 3.79%，同比增加 4.49pct；研发费用为 0.36 亿元，同比减少 11.02%，占营业收入的比重为 9.87%，同比增加 2.70pct。

● 2024 年经营性现金流同比减少较多

公司经营性现金流净额同比减少较多。2024 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-3.05 亿元，同比减少 7.19 亿元（2023 年为 4.14 亿元），主要系受雷达业务生产、销售、回款周期性影响，本报告期销售回款较上年同期减少 4.96 亿元，同时采购款支出较上年同期增加 2.20 亿元所致；投资活动产生的现金流量净额 0.12 亿元，同比减少 1.14 亿元（2023 年为 1.25 亿元），主要系上年同期收回定期存款本息 1.62 亿元所致；筹资活动产生的现金流量净额-1.38 亿元，同比减少 0.62 亿元（2023 年为-0.76 亿元），主要系本期下属子公司归还金融机构借款较上年同期增加较多所致。

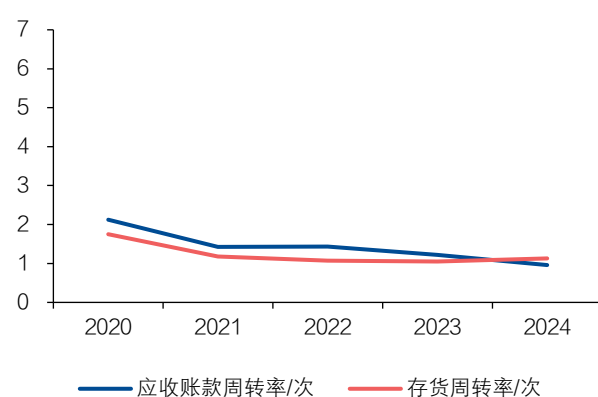
截至 2024 年末，公司应收账款大幅增长，存货规模有所下降。公司应收票据和应收账款合计 43.22 亿元，较年初增长 30.50%。其中，应收账款 42.02 亿元，较年初增长 45.40%，主要系公司军贸业务增长较快，回款周期较长所致；应收票据 1.21 亿元，较年初减少 71.45%，主要系下属子公司国睿防务票据结算回款减少所致。存货 17.80 亿元，较年初减少 14.41%。合同负债 4.51 亿元，较年初减少 12.19%。

图5、公司净利润及经营活动产生的现金流量净额



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司应收账款及存货周转率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 公司预计 2025 年向除十四所外其他中国电科下属企业销售金额大幅增长

2025 年，公司预计向十四所及其控股子公司销售金额为 8.19 亿元，该预计金额较 2024 年预计金额减少 54.93%，较 2024 年实际发生金额减少 49.08%。

2025 年，公司预计向中国电科下属其他企业销售金额为 21.82 亿元，该预计金额较 2024 年预计金额增加 414.52%，较 2024 年实际发生金额增加 993.15%。

2025 年，公司预计向十四所及其控股子公司和中国电科下属其他企业销售金额占同类业务比例分别为 21.46%和 57.20%，据此计算，2025 年预计销售金额约为 38.15 亿元，同比 2024 年营业收入增长 12.21%。

表2、2018-2025 年公司关联交易金额（金额单位：亿元）

			2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
与十四所及其控股子公司关联交易	购买商品	预计金额	0.78	1.24	6.26	9.25	6.64	6.94	4.13	6.01
		预计金额同类业务占比					25.75%	29.01%	20.30%	28.61%
		预计同类业务总金额					25.79	23.91	20.35	21.02
		预计同类业务总金额 YOY						-7.27%	-14.90%	3.27%
		预计金额 YOY		59.39%	402.89%	47.78%	-28.22%	4.47%	-40.45%	45.54%
		实际金额	0.40	0.23	6.23	3.52	2.70	1.84	3.01	
		实际金额/预计金额	51.40%	18.28%	99.48%	38.08%	40.71%	26.48%	72.82%	
	销售商品	预计金额	1.19	4.20	22.73	23.22	23.56	19.82	18.16	8.19
		预计金额同类业务占比					64.45%	56.66%	55.37%	21.46%
		预计同类业务总金额					36.55	34.98	32.80	38.15
		预计同类业务总金额 YOY						-4.30%	-6.22%	16.28%
		预计金额 YOY		253.32%	441.58%	2.13%	1.46%	-15.87%	-8.35%	-54.93%
		实际金额	0.61	3.42	18.95	15.67	18.41	15.53	16.08	
		实际金额/预计金额	51.29%	81.42%	83.38%	67.51%	78.17%	78.35%	88.51%	
		实际营业收入	10.43	11.60	36.06	34.32	32.25	32.82	34.00	
与中国电科下属其他企业关联交易	购买商品	预计金额	0.41	0.50	6.64	6.44	7.12	4.38	7.81	8.43
		预计金额同类业务占比					27.63%	18.32%	38.39%	40.08%
		预计同类业务总金额					25.79	23.91	20.35	21.02
		预计同类业务总金额 YOY						-7.27%	-14.90%	3.31%

		预计金额 YOY		23.61%	1220.41%	-3.04%	10.62%	-38.52%	78.34%	7.85%
		实际金额	0.21	0.49	6.10	3.48	1.50	3.04	2.71	
		实际金额/ 预计金额	51.08%	98.19%	91.88%	54.08%	21.02%	69.36%	34.69%	
	销售 商品	预计金额	0.31	0.20	3.15	3.69	1.32	4.40	4.24	21.82
		预计金额 同类业务 占比					3.61%	12.58%	12.93%	57.20%
		预计同类 业务总金 额					36.53	34.98	32.80	38.15
		预计同类 业务总金 额 YOY						-4.26%	-6.21%	16.31%
		预计金额 YOY		-35.90%	1472.76%	17.23%	-64.23%	233.62%	-3.60%	414.52%
		实际金额	0.11	0.09	2.79	2.96	0.69	3.75	2.00	
		实际金额/ 预计金额	35.28%	45.25%	88.57%	80.38%	52.16%	85.25%	47.07%	
		实际营业 收入	10.43	11.60	36.06	34.32	32.25	32.82	34.00	

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 盈利预测与投资建议

我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 7.13/7.57/8.79 亿元，PE 为 44.2/41.6/35.8 倍（对应 2025 年 5 月 13 日收盘价），维持“增持”评级。

● 风险提示

军品订单波动；毛利率下降；生产交付进度不及预期。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8133	9136	10378	11642
货币资金	1130	1599	1856	2264
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	4322	5428	5935	6543
预付款项	19	22	250	279
存货	1780	1889	2061	2276
其他	882	198	276	281
非流动资产	1165	1357	1537	1551
长期股权投资	528	551	543	546
固定资产	202	386	612	593
在建工程	0	25	15	25
无形资产	57	25	2	20
商誉	0	0	0	0
其他	378	369	364	366
资产总计	9298	10493	11915	13193
流动负债	3183	3550	4121	4463
短期借款	175	325	475	625
应付票据及应付账款	2273	2501	2844	3067
其他	735	724	802	770
非流动负债	82	412	737	1062
长期借款	0	300	600	900
其他	82	112	137	162
负债合计	3265	3962	4858	5525
股本	1242	1242	1242	1242
未分配利润	2747	3132	3541	4016
少数股东权益	24	28	31	36
股东权益合计	6033	6530	7057	7668
负债及权益合计	9298	10493	11915	13193

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	630	713	757	879
折旧和摊销	60	146	165	174
营运资金的变动	-1098	-399	-651	-761
经营活动产生现金流量	-305	566	412	461
资本支出	-30	-298	-348	-164
长期投资	0	-36	12	-4
投资活动产生现金流量	12	-336	-340	-170
债权融资	40	475	475	475
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-138	238	185	117
现金净变动	-431	469	258	407

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	3400	3648	3947	4398
营业成本	2174	2317	2499	2765
税金及附加	27	16	15	18
销售费用	71	102	111	114
管理费用	128	142	154	172
研发费用	214	248	272	303
财务费用	-24	-21	-9	12
投资收益	6	4	6	18
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-122	-78	-82	-91
资产减值损失	-7	-3	-5	-5
营业利润	721	796	855	971
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	720	796	855	971
所得税	87	80	94	87
净利润	633	716	761	884
少数股东损益	4	4	4	4
归属母公司净利润	630	713	757	879
EPS(元)	0.51	0.57	0.61	0.71

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	3.6%	7.3%	8.2%	11.4%
营业利润增长率	5.2%	10.4%	7.5%	13.6%
归母净利润增长率	5.1%	13.1%	6.3%	16.1%
盈利能力				
毛利率	36.1%	36.5%	36.7%	37.1%
归母净利率	18.5%	19.5%	19.2%	20.0%
ROE	10.5%	11.0%	10.8%	11.5%
偿债能力				
资产负债率	35.1%	37.8%	40.8%	41.9%
流动比率	2.56	2.57	2.52	2.61
速动比率	1.72	1.99	1.93	2.01
营运能力				
资产周转率	37.2%	36.9%	35.2%	35.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.51	0.57	0.61	0.71
每股经营现金	-0.25	0.46	0.33	0.37
估值比率(倍)				
PE	50.0	44.2	41.6	35.8
PB	5.2	4.8	4.5	4.1

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