



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）	20.75
总市值（亿元）	206.17
总股本（亿股）	9.94

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】航天彩虹 2024 年中报点评：无人机营收同比增长，毛利率维持较高水平-2024.09.22

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

航天彩虹(002389.SZ)

海外新机型获批复，国内竞标立项取得重大突破

投资要点：

- **公司发布 2024 年年报**：实现营业收入 25.67 亿元，同比减少 10.45%；归母净利润 0.88 亿元，同比减少 42.54%；扣非归母净利润-0.07 亿元，同比减少 1.39 亿元；基本每股收益 0.09 元/股，同比减少 43.88%；加权平均净资产收益率为 1.10%，同比减少 0.84pct。本年度公司处置椒江南洋大厦取得资产处置收益 0.94 亿元，计入非经常性损益。
- **技术服务营收高速增长**：分产品看，无人机及相关产品营业收入 15.14 亿元，同比减少 9.54%，毛利率 27.17%，同比减少 4.94pct；技术服务营业收入 1.89 亿元，同比增加 96.73%，毛利率 36.30%，同比增加 0.19pct；背材膜及绝缘材料营业收入 3.83 亿元，同比减少 40.92%，毛利率-10.12%，同比减少 15.31pct；光学膜营业收入 4.44 亿元，同比增加 10.48%，毛利率 19.55%，同比增加 0.41pct。
- **国外业务营收增加，毛利率减少**：分地区看，国外营业收入 13.65 亿元，同比增加 15.33%，毛利率 36.04%，同比减少 6.80pct；国内营业收入 12.02 亿元，同比减少 28.57%，毛利率 4.65%，同比减少 7.18pct。
- **无人机业务方面**，海外成功落实多批次增续订，产品实现交付即作战；新增 2 个用户国，亚洲市场实现新突破；CH-9 和 CH-3D 成功获得出口立项批复，为后续公司扩大出口打下坚实基础。国内装备领域竞标立项取得重大突破，完成多型无人机和导弹竞标比测任务，实现彩虹无人机和射手导弹产品全面纳入国家装备基本盘。
- **2025 年向航天科技销售商品及提供劳务关联交易预计金额较 2024 年实际金额大幅提升**：2025 年，公司向关联方中国航天科技集团有限公司内部成员单位销售商品及提供服务预计金额为 35.00 亿元，较 2024 年预计金额增加 12.90%，较 2024 年实际金额增加 114.58%。
- **公司发布 2025 年一季报**：实现营收 3.15 亿元，同比减少 32.08%；实现归母净利润-0.31 亿元，同比减少 0.33 亿元；扣非归母净利润-0.33 亿元，同比减少 0.34 亿元；基本每股收益-0.0315 元/股，同比减少 0.0341 元/股。
- **我们调整盈利预测**，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.25/2.38/2.79 亿元，PE 为 91.5/86.6/74.0 倍（对应 2025 年 5 月 13 日收盘价），维持“增持”评级。
- **风险提示**：无人机需求不及预期；国内无人机采购价格不及预期；膜业务盈利能力发生较大波动。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2567	4212	4753	5372
同比增长	-10.4%	64.1%	12.8%	13.0%
归母净利润（百万元）	88	225	238	279
同比增长	-42.5%	155.5%	5.6%	17.0%
毛利率	21.3%	18.5%	21.1%	21.6%
ROE	1.1%	2.8%	2.9%	3.4%
每股收益（元）	0.09	0.23	0.24	0.28
市盈率	233.8	91.5	86.6	74.0

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 25.67 亿元，同比减少 10.45%；归母净利润 0.88 亿元，同比减少 42.54%；扣非归母净利润-0.07 亿元，同比减少 1.39 亿元；基本每股收益 0.09 元/股，同比减少 43.88%；加权平均净资产收益率为 1.10%，同比减少 0.84pct。

2024 年利润分配方案：公司以 9.88 亿股为基数（即公司总股本 9.94 亿股扣减公司回购专用证券账户中的回购股份 0.06 亿股），向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 0.60 元（含税），合计分配现金股利 0.59 亿元，剩余未分配利润结转至下一年度，不送红股，不进行资本公积金转增股本。

公司发布 2025 年一季报：实现营收 3.15 亿元，同比减少 32.08%；实现归母净利润-0.31 亿元，同比减少 0.33 亿元；扣非归母净利润-0.33 亿元，同比减少 0.34 亿元；基本每股收益-0.0315 元/股，同比减少 0.0341 元/股。

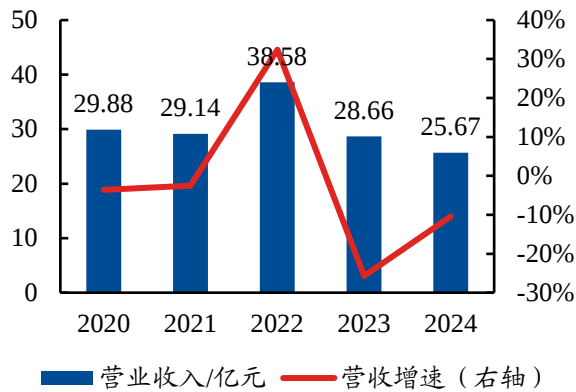
点评

● 营收、归母净利润同比降低

2024 年公司实现营业收入 25.67 亿元，同比减少 10.45%；归母净利润 0.88 亿元，同比减少 42.54%；扣非归母净利润-0.07 亿元，同比减少 1.39 亿元；基本每股收益 0.09 元/股，同比减少 43.88%；加权平均净资产收益率为 1.10%，同比减少 0.84pct。本年度公司处置椒江南洋大厦取得资产处置收益 0.94 亿元，计入非经常性损益。

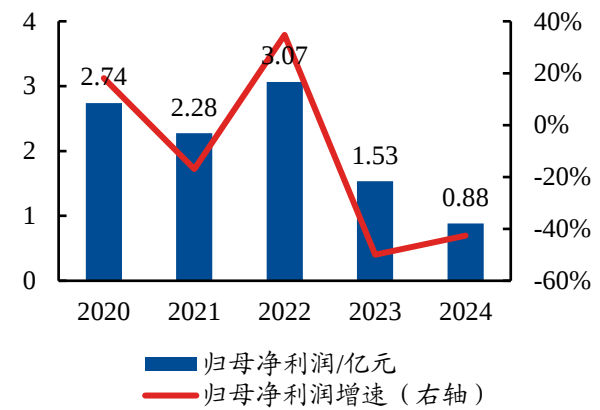
公司 2024 年四个季度分别实现营业收入 4.64 亿元（同比减少 8.87%）、5.55 亿元（同比减少 11.58%）、2.71 亿元（同比减少 53.19%）、12.77 亿元（同比增长 11.01%，环比增长 370.70%）；实现归母净利润 0.03 亿元（同比减少 86.32%）、0.63 亿元（同比减少 33.47%）、-0.60 亿元（同比减少 0.88 亿元）、0.82 亿元（同比增长 607.10%，环比增加 1.42 亿元）。

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 (%)
2022	Q1	17.55	7.24	18.77%
	Q2	15.51	7.42	19.23%
	Q3	14.46	6.52	16.89%
	Q4	27.16	17.40	45.11%
2023	Q1	24.29	5.09	17.76%
	Q2	24.93	6.28	21.90%
	Q3	23.10	5.79	20.21%
	Q4	25.39	11.50	40.12%
2024	Q1	20.65	4.64	18.07%
	Q2	28.19	5.55	21.62%
	Q3	19.88	2.71	10.57%
	Q4	18.91	12.77	49.74%
2025	Q1	18.02	3.15	12.27%

数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司发布 2025 年一季报：实现营收 3.15 亿元，同比减少 32.08%；实现归母净利润-0.31 亿元，同比减少 0.33 亿元；扣非归母净利润-0.33 亿元，同比减少 0.34 亿元；基本每股收益-0.0315 元/股，同比减少 0.0341 元/股。

● 国外营收同比增加，国外毛利率同比减少

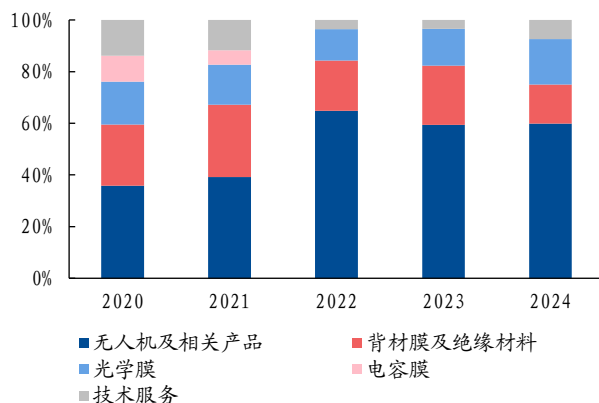
分行业看，航空航天产品制造营业收入 17.03 亿元，同比减少 3.79%，毛利率 28.18%，同比减少 4.15pct；塑料薄膜制造营业收入 8.27 亿元，同比减少 21.23%，毛利率 5.82%，同比减少 4.72pct。

分地区看，国外营业收入 13.65 亿元，同比增加 15.33%，毛利率 36.04%，同比减少 6.80pct；国内营业收入 12.02 亿元，同比减少 28.57%，毛利率 4.65%，同比减少 7.18pct。

分子公司看，彩虹公司营业收入 16.02 亿元，同比减少 1.51%，净利润 2.12 亿元，同比减少 22.82%，净利润率 13.24%，同比减少 3.66pct；神飞公司营业收入 1.90 亿元，同比减少 16.58%，净利润 0.01 亿元，同比减少 74.85%，净利润率 0.69%，比减少 1.60pct；南洋公司（主营背材膜业务）营业收入 5.16 亿元，同比减少 31.37%，净利润-1.07 亿元，同比减少 0.61 亿元，净利润率-20.76%，同比减少 14.66pct；东旭成（主营光学膜业务）营业收入 3.84 亿元，同比增加 8.96%，净利润 0.28 亿元，同比增加 66.34%，净利润率 7.29%，同比增加 2.51pct。

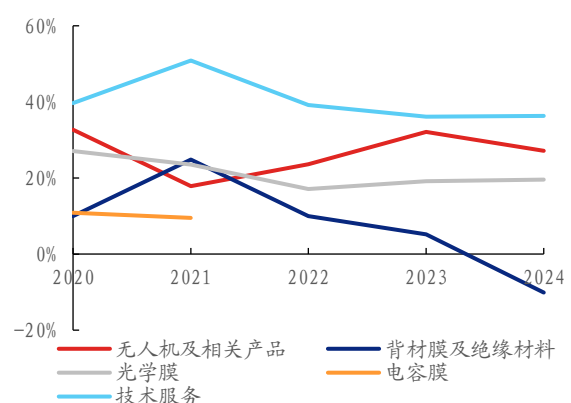
分产品看，无人机及相关产品营业收入 15.14 亿元，同比减少 9.54%，毛利率 27.17%，同比减少 4.94pct；技术服务营业收入 1.89 亿元，同比增加 96.73%，毛利率 36.30%，同比增加 0.19pct；背材膜及绝缘材料营业收入 3.83 亿元，同比减少 40.92%，毛利率-10.12%，同比减少 15.31pct；光学膜营业收入 4.44 亿元，同比增加 10.48%，毛利率 19.55%，同比增加 0.41pct。

图3、2020-2024 年分产品营收（亿元）及占比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2020-2024 年公司分产品毛利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2025 年一季度公司毛利率为 18.02%，同比减少 2.64pct，环比减少 0.89pct；归母净利率为-9.80%，同比减少 10.35pct，环比减少 16.23pct；加权平均资产收益率为-0.38%，同比减少 0.42pct。

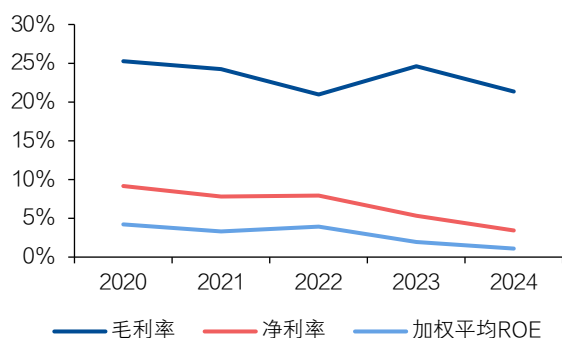
2025 年一季度公司期间费用合计 8754.32 万元，同比增加 2.85%，占营业收入的比重为 27.79%，同比增加 9.94pct；销售费用 712.86 万元，同比减少 8.03%，占营业收入的比重为 2.26%，同比增加 0.59pct；管理费用 5503.73 万元，同比减少 7.62%，占营业收入的比重为 17.47%，同比增加 4.62pct；财务费用 193.21 万元，同比增加 922.65 万元，占营业收入的比重为 0.61%；研发费用为 2344.52 万元，同比减少 6.52%，占营业收入的比重为 7.44%，同比增加 2.03pct。

● 期间费用率同比增加

2024 年，公司毛利率 21.34%，同比减少 3.29pct；归母净利率 3.44%，同比减少 1.92pct；加权平均净资产收益率 1.10%，同比减少 0.84pct。分季度看，公司 2024 年四个季度毛利率分别为 20.65%（同比减少 3.63pct）、28.19%（同比增加 3.27pct）、19.88%（同比减少 3.22pct）、18.91%（同比减少 6.47pct，环比减少 0.97ct）；公司 2024 年四个季度归母净利率分别为 0.55%（同比减少 3.11pct）、11.43%（同比减少 3.76pct）、-22.06%（同比减少 26.87pct）、6.42%（同比增加 5.42pct，环比增加 28.49pct）。

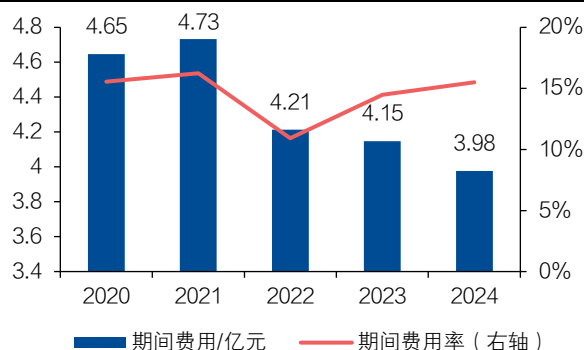
2024 年，公司期间费用合计 3.98 亿元，同比减少 4.09%，期间费用率为 15.50%，同比增加 1.03pct。其中，销售费用 0.38 亿元，同比增长 10.87%，销售费率为 1.47%，同比增加 0.28pct；管理费用 2.56 亿元，同比减少 2.90%，管理费用率为 9.98%，同比增加 0.78pct；财务费用-0.27 亿元，同比减少 0.11 亿元，财务费用率为-1.07%，同比减少 0.50pct，主要是汇率波动造成汇兑损益变动；研发费用 1.31 亿元，同比减少 1.42%，研发费用率为 5.11%，同比增加 0.47pct。

图5、2020-2024 年公司毛利率、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6、2020-2024 年公司期间费用及期间费用率



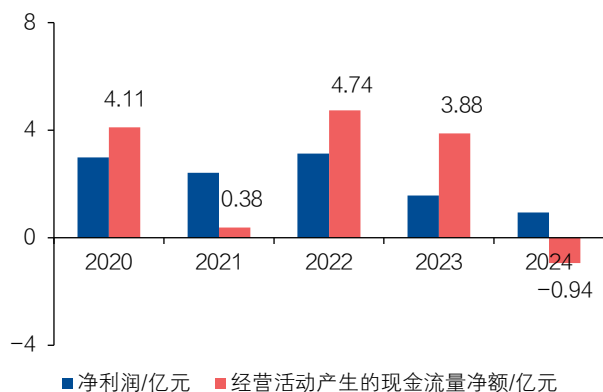
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2024 年，公司经营活动产生的现金流量净额-0.94 亿元，同比减少 4.82 亿元，主要是由于无人机业务 2024 年到期票据增加现金流出，以及采用现金直接支付货款增加；投资活动产生的现金流量净额-1.70 亿元，同比减少 0.37 亿元，2023 年为-1.33 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-0.62 亿元，同比减少 0.89 亿元，主要是由于暂时闲置的募集资金购买结构性存款净流入减少。

截至 2024 年末，公司应收账款、应收票据和应收款项融资合计 34.15 亿元，较 2024 年初增长 11.07%；其中，应收账款 28.21 亿元，较 2024 年初增长 16.71%，应收票据 1.30 亿元，较 2024 年初增长 277.79%，应收款项融资 4.65 亿元，较 2024 年初减少 25.45%；应收账款周转率 0.98 次，同比减少 0.35 次。存货 10.44 亿元，较 2024 年初增长 4.92%，存货周转率 1.98 次，同比减少 0.44 次。

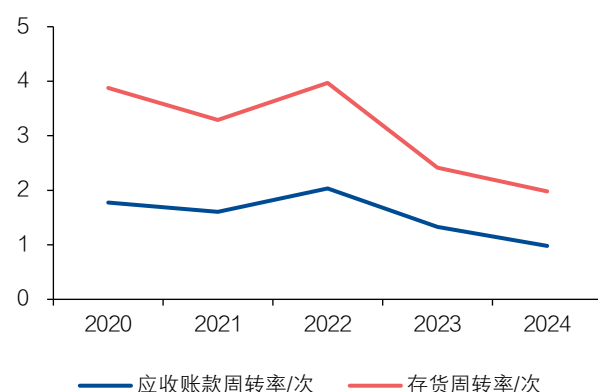
2025 年一季度公司经营活动产生的现金流净额为-5.11 亿元，同比减少 1.87 亿元。截至 2025 年一季度末，公司应收账款和应收票据合计 29.86 亿元，较 2024 年末增加 1.20%；其中，应收账款 29.61 亿元，较 2024 年末增加 4.96%，应收票据 0.25 亿元，较 2024 年末减少 80.64%。

图7、2020-2024 年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8、2020-2024 年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

● **2025 年向航天科技销售商品及提供劳务关联交易预计金额较 2024 年实际金额大幅提升**

2024 年，公司向关联方中国航天科技集团有限公司内部成员单位销售商品及提供服务金额为 16.31 亿元，预计为 31.00 亿元，完成率为 52.62%。2025 年，公司向关联方中国航天科技集团有限公司内部成员单位销售商品及提供服务预计金额为 35.00 亿元，较 2024 年预计金额增加 12.90%，较 2024 年实际金额增加 114.58%。

表2、公司向航天科技销售商品关联交易金额（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
销售商品关联交易预计金额（调整前）	18.00	20.00	23.00	38.00	31.00	35.00
销售商品关联交易预计金额（调整后）	23.10	20.00	31.00	38.00	31.00	
销售商品关联交易实际发生金额	9.76	13.55	25.02	16.82	16.31	
完成率	54.21%	67.76%	80.72%	44.26%	52.62%	

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● **海外新机型获批复，国内竞标立项取得重大突破**

无人机业务方面，公司深耕军贸传统市场，成功落实多批次增续订，产品实现交付即作战；新增 2 个用户国，亚洲市场实现新突破；CH-9 和 CH-3D 成功获得出口立项批复，为后续公司扩大出口打下坚实基础。国内装备领域竞标立项取得重

大突破，完成多型无人机和导弹竞标比测任务，实现彩虹无人机和射手导弹产品全面纳入国家装备基本盘。

● 利润分配方案

公司以 9.88 亿股为基数（即公司总股本 9.94 亿股扣减公司回购专用证券账户中的回购股份 0.06 亿股），向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 0.60 元（含税），合计分配现金股利 0.59 亿元，剩余未分配利润结转至下一年度，不送红股，不进行资本公积金转增股本。

● 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 2.25/2.38/2.79 亿元，PE 为 91.5/86.6/74.0 倍（对应 2025 年 5 月 13 日收盘价），维持“增持”评级。

● 风险提示

无人机需求不及预期；国内无人机采购价格不及预期；膜业务盈利能力发生较大波动。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6551	8939	9748	10225
货币资金	1810	3632	4442	4124
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	2951	3551	3383	3838
预付款项	157	199	375	426
存货	1044	1410	1361	1559
其他	589	149	187	279
非流动资产	4401	4437	4466	4470
长期股权投资	0	23	16	18
固定资产	1910	1962	2055	2089
在建工程	84	109	99	110
无形资产	1186	1123	1068	1014
商誉	426	426	426	426
其他	795	793	801	813
资产总计	10952	13377	14214	14695
流动负债	2598	4895	5598	5933
短期借款	241	241	241	241
应付票据及应付账款	1942	3704	4267	4674
其他	415	949	1090	1017
非流动负债	132	179	229	279
长期借款	0	50	100	150
其他	132	129	129	129
负债合计	2730	5074	5828	6212
股本	994	994	994	994
未分配利润	1298	1338	1380	1430
少数股东权益	184	188	193	199
股东权益合计	8222	8303	8386	8483
负债及权益合计	10952	13377	14214	14695

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	88	225	238	279
折旧和摊销	258	309	318	349
营运资金的变动	-439	1682	647	-536
经营活动产生现金流量	-94	2158	1284	195
资本支出	4	-206	-343	-324
长期投资	2	-36	12	-4
投资活动产生现金流量	-170	-216	-341	-348
债权融资	36	49	50	50
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-62	-121	-133	-165
现金净变动	-325	1822	810	-318

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	2567	4212	4753	5372
营业成本	2019	3431	3750	4214
税金及附加	27	18	18	23
销售费用	38	59	67	81
管理费用	256	350	390	430
研发费用	131	223	261	295
财务费用	-27	0	1	7
投资收益	1	34	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
信用减值损失	-24	-28	-32	-41
资产减值损失	-107	-20	-25	-35
营业利润	122	251	259	304
营业外收支	6	4	5	5
利润总额	128	255	264	309
所得税	35	26	21	25
净利润	94	230	243	284
少数股东损益	6	5	5	6
归属母公司净利润	88	225	238	279
EPS(元)	0.09	0.23	0.24	0.28

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	-10.4%	64.1%	12.8%	13.0%
营业利润增长率	-35.6%	105.1%	2.9%	17.5%
归母净利润增长率	-42.5%	155.5%	5.6%	17.0%
盈利能力				
毛利率	21.3%	18.5%	21.1%	21.6%
归母净利率	3.4%	5.3%	5.0%	5.2%
ROE	1.1%	2.8%	2.9%	3.4%
偿债能力				
资产负债率	24.9%	37.9%	41.0%	42.3%
流动比率	2.52	1.83	1.74	1.72
速动比率	2.02	1.48	1.42	1.37
营运能力				
资产周转率	23.8%	34.6%	34.5%	37.2%
每股资料(元)				
每股收益	0.09	0.23	0.24	0.28
每股经营现金	-0.09	2.17	1.29	0.20
估值比率(倍)				
PE	233.8	91.5	86.6	74.0
PB	2.6	2.5	2.5	2.5

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