



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 05 月 15 日

基础数据

05 月 13 日收盘价 (元)	58.88
总市值 (亿元)	267.86
总股本 (亿股)	4.55

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】睿创微纳: 研发投入稳健增长, 盈利能力持续提升-2024.11.23

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

睿创微纳(688002.SH)

制裁计提影响 24 年利润, 25 年股权激励摊销预计大幅降低

投资要点:

- 公司发布 2024 年年度报告。2024 年, 公司实现营业收入 43.16 亿元 (快报为 43.16 亿元), 同比增长 21.28%, 主要原因是报告期内公司持续研发投入和新产品开发, 加强开拓市场, 扩大销售, 红外热成像业务保持稳定增长; 归母净利润 5.69 亿元 (快报为 6.10 亿元), 同比增长 14.76%; 扣非归母净利润 5.10 亿元 (快报为 5.46 亿元), 同比增长 16.87%。
- 公司发布 2025 年一季度报告。2025Q1, 公司实现营收 11.37 亿元, 同比增长 12.88%; 归母净利润 1.46 亿元, 同比增长 13.42%; 扣非归母净利润 1.33 亿元, 同比增长 15.57%。
- 25 年股权激励摊销预计大幅降低。2024 年, 公司股份支付费用为 1.56 亿元, 同比减少 25.71%, 剔除股份支付费用影响后扣非归母净利润 6.46 亿元, 同比增长 4.19%。综合考虑公司 2020/2022/2025 年三期股权激励, 预计 2025-2027 年股权激励摊销费用分别约为 0.86 亿元, 0.47 亿元, 0.12 亿元。
- 分产品看, 红外热成像业务受益于国内低空经济、工业测温与视觉感知等领域的旺盛需求, 实现了快速增长, 微波射频业务受老客户需求下滑, 新客户需求还未释放, 以及老产品降价等因素综合影响, 2024 年销售收入有所下滑。2024 年, 红外热成像业务营业收入 39.09 亿元, 同比增加 30.03%, 毛利率 53.65%, 同比增加 1.16pct; 微波射频业务营业收入 2.87 亿元, 同比减少 29.11%, 毛利率 17.89%, 同比减少 10.85pct; 其他业务营业收入 0.67 亿元, 同比减少 5.43%, 毛利率 24.81%, 同比减少 5.41pct。
- 分地区看, 国内红外热成像业务需求旺盛, 增速较快, 境外因公司业务调整以及市场竞争加剧等多因素影响, 境外业务收入较上年有所下滑。2024 年, 境内营业收入 32.32 亿元, 同比增加 56.65%, 毛利率 50.65%, 同比增加 4.33 pct; 境外营业收入 10.31 亿元, 同比减少 27.33%, 毛利率 51.22%, 同比减少 2.34 pct。
- 2024 年, 公司信用减值损失 1.70 亿元, 同比增加 311.85%, 其中, 公司因制裁计提了 1.14 亿元坏账损失, 剔除制裁因素, 信用减值损失为 0.56 亿元, 同比增加 35.98%。
- 我们调整盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润为 8.23/9.91/11.86 亿元, PE 为 32.5/27.0/22.6 倍 (对应 2025 年 5 月 13 日收盘价), 维持“增持”评级。
- 风险提示: 特种订单不及预期; 海外业务拓展不及预期; 市场竞争加剧。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	4316	5120	5960	6770
同比增长	21.3%	18.6%	16.4%	13.6%
归母净利润 (百万元)	569	823	991	1186
同比增长	14.8%	44.7%	20.3%	19.7%
毛利率	50.3%	48.1%	47.3%	47.0%
ROE	10.5%	13.5%	14.2%	14.7%
每股收益 (元)	1.25	1.81	2.18	2.61
市盈率	47.1	32.5	27.0	22.6

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 年年度报告：**2024 年，公司实现营业收入 43.16 亿元，同比增长 21.28%；归母净利润 5.69 亿元，同比增长 14.76%；扣非归母净利润 5.10 亿元，同比增长 16.87%；剔除股份支付费用影响后扣非归母净利润 6.46 亿元，同比增长 4.19%；基本每股收益 1.28 元，同比增长 15.32%。

**公司发布 2025 年一季度报告：**公司 2025Q1 实现营收 11.37 亿元，同比增长 12.88%；归母净利润 1.46 亿元，同比增长 13.42%；扣非后归母净利润 1.33 亿元，同比增长 15.57%；基本每股收益 0.32 元，同比增长 11.52%。

**2024 年利润分配方案：**公司拟以 4.47 亿股基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.80 元（含税），以此计算合计拟派发现金红利 3573.27 万元（含税），占公司 2024 年度合并报表归属于上市公司股东净利润的 6.28%。2024 年不实施包括资本公积金转增股本、送红股在内的其他形式的分配。公司 2024 年度以集中竞价方式累计回购公司股份金额为 2.05 亿元（不含印花税、交易佣金等交易费用），占归属于上市公司股东净利润的 36.04%。2024 年半年度公司现金分红 2426.57 万元，占公司 2024 年度合并报表归属于上市公司股东净利润的 4.26%。综上，2024 年度公司现金分红总额 2.65 亿元（含税），占公司 2024 年度合并报表归属于上市公司股东净利润的 46.59%。

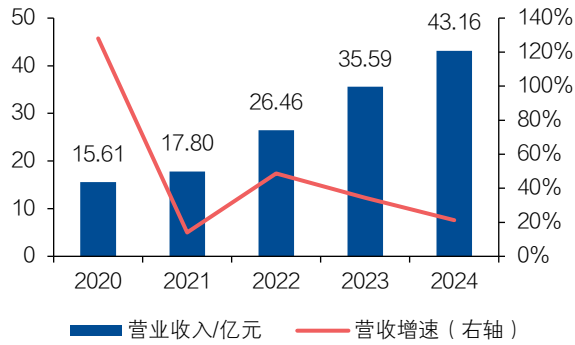
## 点评

### ● 营收同比较快增长

2024 年，公司实现营业收入 43.16 亿元（快报为 43.16 亿元），同比增长 21.28%，主要原因是报告期内公司持续研发投入和新产品开发，加强开拓市场，扩大销售，红外热成像业务保持稳定增长；归母净利润 5.69 亿元（快报为 6.10 亿元），同比增长 14.76%；扣非归母净利润 5.10 亿元（快报为 5.46 亿元），同比增长 16.87%；2024 年股份支付费用为 1.56 亿元，同比减少 25.71%，剔除股份支付费用影响后扣非归母净利润 6.46 亿元，同比增长 4.19%；基本每股收益 1.28 元，同比增长 15.32%。

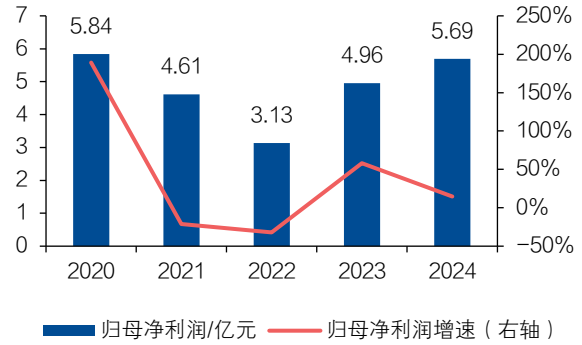
分季度看，公司 2024 年四个季度分别实现营业收入 10.07 亿元（同比增长 27.47%，下同）、10.15 亿元（同比增长 2.08%）、11.28 亿元（同比增长 28.46%）、11.66 亿元（同比增长 30.07%，环比增长 3.34%）；实现归母净利润 1.29 亿元（同比增长 57.56%）、0.96 亿元（同比减少 45.58%）、2.59 亿元（同比增长 100.35%）、0.86 亿元（同比减少 21.41%，环比减少 66.97%）。

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)	归母净利润 (亿元)
2022	Q1	47.31	4.45	0.14
	Q2	47.11	6.42	0.98
	Q3	46.89	6.23	0.70
	Q4	45.66	9.36	1.31
2023	Q1	46.52	7.90	0.82
	Q2	52.39	9.94	1.76
	Q3	51.53	8.78	1.29
	Q4	49.01	8.96	1.09
2024	Q1	46.64	10.07	1.29
	Q2	52.26	10.15	0.96
	Q3	54.11	11.28	2.59
	Q4	47.90	11.66	0.86
2025	Q1	45.95	11.37	1.46

数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 红外热成像业务实现快速增长

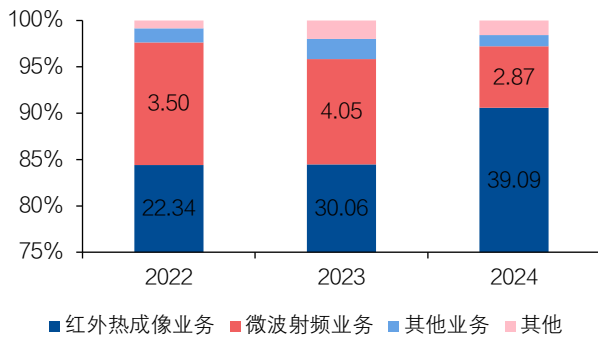
分产品看，红外热成像业务受益于国内低空经济、工业测温与视觉感知等领域的旺盛需求，实现了快速增长，微波射频业务受老客户需求下滑，新客户需求还未释放，以及老产品降价等因素综合影响，2024 年销售收入有所下滑。2024 年，红外热成像业务营业收入 39.09 亿元，同比增加 30.03%，毛利率 53.65%，同比增加 1.16pct；微波射频业务营业收入 2.87 亿元，同比减少 29.11%，毛利率 17.89%，同比减少 10.85pct；其他业务营业收入 0.67 亿元，同比减少 5.43%，毛利率 24.81%，同比减少 5.41pct。

分地区看，国内红外热成像业务需求旺盛，增速较快，境外因公司业务调整以及市场竞争加剧等多因素影响，境外业务收入较上年有所下滑。2024 年，境内营业

收入 32.32 亿元，同比增加 56.65%，毛利率 50.65%，同比增加 4.33 pct；境外营业收入 10.31 亿元，同比减少 27.33%，毛利率 51.22%，同比减少 2.34 pct。

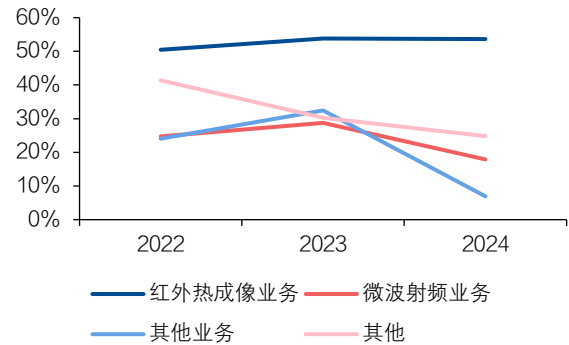
分销售模式看，2024 年，直销（国内以直销为主）营业收入 31.03 亿元，同比增加 40.46%，毛利率 51.50%，同比增加 4.20pct；经销（境外以经销为主）营业收入 11.60 亿元，同比减少 8.86%，毛利率 48.90%，同比减少 3.80pct。

图3、2022-2024 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、2022-2024 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

分子公司看，2024 年，齐新半导体(智能光电传感器研发中试平台)营业收入 0.62 亿元，同比增加 204.16%，净利润-1.73 亿元，同比减少 0.29 亿元，净利润率-278.57%，同比增加 426.96pct；无锡奥夫特(红外光学窗口研发、生产和销售)营业收入 1.38 亿元，净利润 0.47 亿元，同比减少 23.93%，净利润率 34.04%；无锡华测（微波组件的研发生产和销售）营业收入 2.84 亿元，同比减少 27.93%，净利润-0.04 亿元，同比减少 0.54 亿元，净利润率-1.34%，同比减少 14.08pct。

● 24 年期间费用率小幅降低，25 年股权激励摊销预计大幅降低

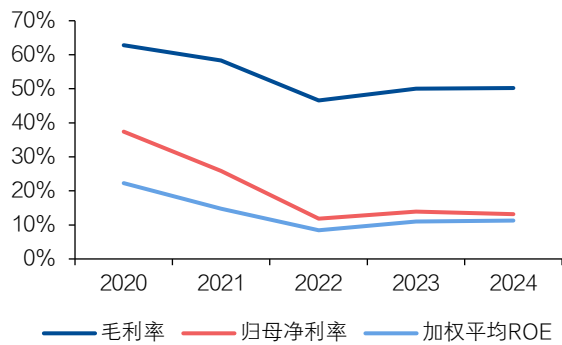
2024 年，公司毛利率 50.26%，同比增加 0.23pct；归母净利率 13.18%，同比减少 0.75pct；加权平均净资产收益率 11.31%，同比增加 0.32pct。分季度看，公司 2024 年四个季度毛利率分别为 46.64%（同比增长 0.12pct）、52.26%（同比减少 0.13pct）、54.11%（同比增长 2.58pct）、47.90%（同比减少 1.11pct，环比减少 6.21pct）；公司 2024 年四个季度归母净利率分别为 12.77%（同比增长 2.44pct）、9.44%（同比减少 8.27pct）、22.96%（同比增长 8.24pct）、7.34%（同比减少 4.81pct，环比减少 15.62pct）。

2024 年，公司期间费用合计 15.09 亿元，同比增长 17.38%，期间费用率为 34.96%，同比减少 1.16pct。其中，销售费用 2.18 亿元，同比增长 24.29%，销售费率为 5.05%，同比增加 0.12pct，主要系人工成本、市场推广费增加所致；管理费用 3.84 亿元，同比减少 1.75%，管理费用率为 8.90%，同比减少 2.08pct，主要系股份支付费用减少所致；财务费用 0.47 亿元，同比增长 28.52%，财务费用率为 1.08%，

同比增加 0.06pct; 研发费用 8.61 亿元, 同比增长 25.96%, 研发费用率为 19.94%, 同比增加 0.74pct, 主要系研发人员的人工成本增加、折旧及摊销增加及物料消耗增加带来的研发费用整体增长。

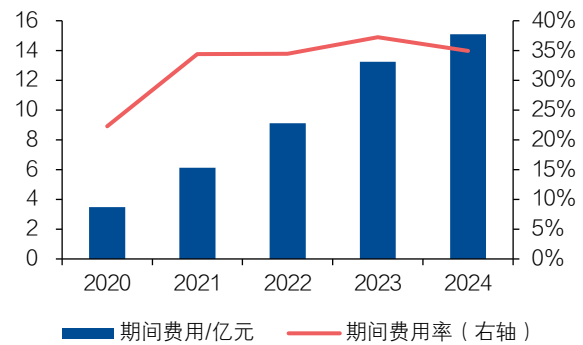
2024 年, 公司确认的股份支付费用为 1.56 亿元。综合考虑公司 2020/2022/2025 年三期股权激励, 预计 2025-2027 年股权激励摊销费用分别约为 0.86 亿元, 0.47 亿元, 0.12 亿元。

图5、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、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

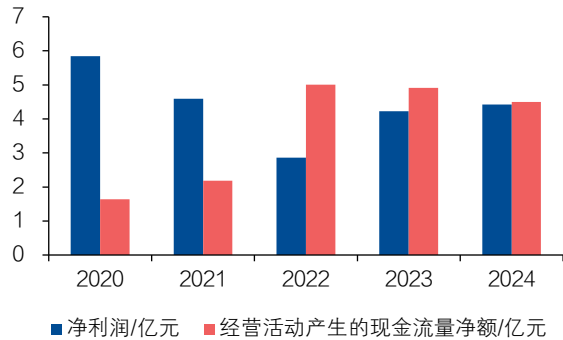
● 受制裁影响计提 1.14 亿信用减值损失

2024 年, 公司经营活动产生的现金流量净额 4.50 亿元, 同比减少 8.51%; 投资活动产生的现金流量净额 -4.18 亿元, 同比增加 7.36 亿元, 2023 年为 -11.53 亿元; 筹资活动产生的现金流量净额 -3.62 亿元, 同比减少 131.17%。

截至 2024 年末, 公司应收账款、应收票据和应收款项融资合计 15.03 亿元, 较年初增长 9.81%; 其中, 应收账款 13.18 亿元, 较年初增长 7.74%, 应收票据 1.79 亿元, 较年初增长 32.01%, 应收款项融资 0.06 亿元, 较年初减少 39.75%; 应收账款周转率 3.40 次, 同比减少 0.07 次。2024 年, 公司信用减值损失 1.70 亿元, 同比增加 311.85%, 其中, 公司因制裁计提了 1.14 亿元坏账损失, 剔除制裁因素, 信用减值损失为 0.56 亿元, 同比增加 35.98%。

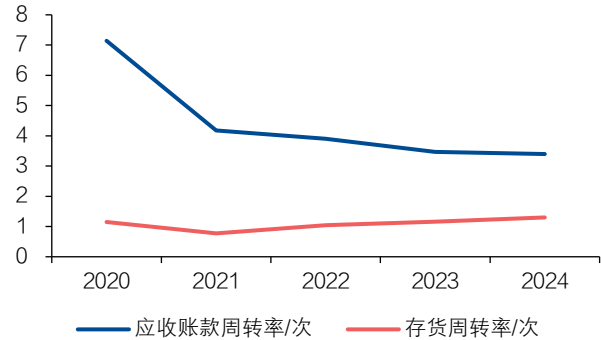
截至 2024 年末, 存货 17.45 亿元, 较年初增长 12.15%, 存货周转率 1.30 次, 同比增加 0.14 次。公司合同负债 1.45 亿元, 同比增长 4.14%。

图7、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、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

### ● 利润分配方案

公司拟以 4.47 亿股基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.80 元（含税），以此计算合计拟派发现金红利 3573.27 万元（含税），占公司 2024 年度合并报表归属于上市公司股东净利润的 6.28%。2024 年不实施包括资本公积金转增股本、送红股在内的其他形式的分配。公司 2024 年度以集中竞价方式累计回购公司股份金额为 2.05 亿元（不含印花税、交易佣金等交易费用），占归属于上市公司股东净利润的 36.04%。2024 年半年度公司现金分红 2426.57 万元，占公司 2024 年度合并报表归属于上市公司股东净利润的 4.26%。综上，2024 年度公司现金分红总额 2.65 亿元（含税），占公司 2024 年度合并报表归属于上市公司股东净利润的 46.59%。

### ● 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 8.23/9.91/11.86 亿元，PE 为 32.5/27.0/22.6 倍（对应 2025 年 5 月 13 日收盘价），维持“增持”评级。

### ● 风险提示

特种订单不及预期；海外业务拓展不及预期；市场竞争加剧。

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>4783</b>	<b>7603</b>	<b>9335</b>	<b>10970</b>
货币资金	1051	4066	3286	3909
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1497	1827	4199	4780
预付款项	182	207	314	362
存货	1745	1087	1133	1316
其他	308	416	403	603
<b>非流动资产</b>	<b>4024</b>	<b>4148</b>	<b>4231</b>	<b>4154</b>
长期股权投资	184	207	199	202
固定资产	1910	1987	2106	2026
在建工程	92	117	107	117
无形资产	224	192	169	152
商誉	138	138	138	138
其他	1477	1508	1513	1519
<b>资产总计</b>	<b>8806</b>	<b>11751</b>	<b>13567</b>	<b>15124</b>
<b>流动负债</b>	<b>1682</b>	<b>3922</b>	<b>4801</b>	<b>5223</b>
短期借款	135	135	135	135
应付票据及应付账款	1071	2869	3575	3981
其他	476	918	1091	1107
<b>非流动负债</b>	<b>1594</b>	<b>1663</b>	<b>1714</b>	<b>1763</b>
长期借款	9	59	109	159
其他	1585	1604	1605	1604
<b>负债合计</b>	<b>3276</b>	<b>5585</b>	<b>6514</b>	<b>6987</b>
股本	455	455	455	455
未分配利润	2318	2936	3673	4556
少数股东权益	126	72	72	96
<b>股东权益合计</b>	<b>5530</b>	<b>6166</b>	<b>7052</b>	<b>8137</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>8806</b>	<b>11751</b>	<b>13567</b>	<b>15124</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	569	823	991	1186
折旧和摊销	317	253	262	281
营运资金的变动	-505	2358	-1716	-690
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>450</b>	<b>3404</b>	<b>-373</b>	<b>905</b>
资本支出	-442	-305	-360	-190
长期投资	-24	-36	12	-4
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-418</b>	<b>-303</b>	<b>-310</b>	<b>-160</b>
债权融资	-58	47	50	50
股权融资	103	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-362</b>	<b>-90</b>	<b>-97</b>	<b>-122</b>
现金净变动	-318	3015	-781	623

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
<b>营业总收入</b>	<b>4316</b>	<b>5120</b>	<b>5960</b>	<b>6770</b>
营业成本	2147	2657	3142	3589
税金及附加	65	48	67	81
销售费用	218	255	286	284
管理费用	384	461	524	515
研发费用	861	1002	1132	1252
财务费用	47	18	-38	-19
投资收益	33	42	47	55
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-170	-58	-57	-66
资产减值损失	-137	-20	-25	-35
<b>营业利润</b>	<b>442</b>	<b>770</b>	<b>970</b>	<b>1191</b>
营业外收支	-14	-9	-12	-12
<b>利润总额</b>	<b>428</b>	<b>761</b>	<b>958</b>	<b>1180</b>
所得税	-14	-8	-32	-31
净利润	442	769	991	1210
少数股东损益	-127	-54	0	24
<b>归属母公司净利润</b>	<b>569</b>	<b>823</b>	<b>991</b>	<b>1186</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>1.25</b>	<b>1.81</b>	<b>2.18</b>	<b>2.61</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	21.3%	18.6%	16.4%	13.6%
营业利润增长率	7.5%	74.2%	25.9%	22.8%
归母净利润增长率	14.8%	44.7%	20.3%	19.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	50.3%	48.1%	47.3%	47.0%
归母净利率	13.2%	16.1%	16.6%	17.5%
ROE	10.5%	13.5%	14.2%	14.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	37.2%	47.5%	48.0%	46.2%
流动比率	2.84	1.94	1.94	2.10
速动比率	1.53	1.51	1.57	1.71
<b>营运能力</b>				
资产周转率	50.5%	49.8%	47.1%	47.2%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.25	1.81	2.18	2.61
每股经营现金	0.99	7.48	-0.82	1.99
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	47.1	32.5	27.0	22.6
PB	5.0	4.4	3.8	3.3

### 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](http://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快告而视其为客户。本快告中的信息、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、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，也可能就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 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： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>