



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 05 月 17 日

基础数据

05 月 14 日收盘价（元）	34.47
总市值（亿元）	918.83
总股本（亿股）	26.66

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：石康

S1220517040001
shikang@xyzq.com.cn

分析师：李博彦

S0190519080005
liboyan@xyzq.com.cn

分析师：徐东晓

S0190524070009
xudongxiao@xyzq.com.cn

航发动力(600893.SH)

2024 年报及 2025 一季报点评：短期因素致利润波动不改长期成长趋势，积极拓展低空和通航动力

投资要点：

- 2024 年，公司实现营业收入 478.80 亿元，同比增长 9.48%，主要是客户需求增加，产品交付增加；归母净利润 8.60 亿元，同比减少 39.48%；扣非归母净利润 7.92 亿元，同比减少 35.20%；基本每股收益 0.32 元/股，同比减少 39.62%。2025Q1，公司实现营业收入 61.65 亿元，同比减少 1.71%；归母净利润 0.08 亿元，同比减少 95.15%；扣非归母净利润 0.19 亿元，同比减少 81.70%。
- 公司 2024 年度经营目标是实现营业收入 497.62 亿元，归母净利润 15.12 亿元，航空发动机及衍生品营业收入 464.82 亿元，实际分别完成 96.22%、56.90%、96.80%。2025 年度经营目标是营业收入 476.63 亿元，归母净利润 5.92 亿元，航空发动机及衍生品营业收入 445.26 亿元，分别较 2024 年实际金额同比-0.45%、-31.19%、-1.04%。
- 2024 年研发费用、财务费用增加，投资收益减少。2024 年公司研发费用 9.95 亿元，同比增长 79.82%，研发费用率为 2.08%，同比增加 0.81pct，主要是研制任务增加，研发投入增加。2024 年公司财务费用 4.57 亿元，同比增长 84.30%，财务费用率为 0.95%，同比增加 0.39pct，主要是带息负债规模增加，利息费用增加。2024 年投资收益为 1.65 亿元，同比减少 2.42 亿元，主要是 2023 年转让股票、办理结构性存款取得投资收益，2024 年无此事项。
- 分产品看，2024 年航空发动机及衍生产品实现营业收入 449.94 亿元，同比增长 10.03%，毛利率 9.54%，同比减少 1.01 pct。外贸出口转包实现营业收入 20.74 亿元，同比增长 6.45%，毛利率 19.72%，同比增加 5.30 pct，毛利率上升主要是订单增加，边际贡献增加。
- 母公司营业收入增长，黎明动力利润总额扭亏。2024 年，母公司实现营收 160.33 亿元，同比增长 23.58%，占总营收 33.49%，占比同比增加 3.82pct；利润总额 6.14 亿元，同比减少 6.04%，占上市公司利润总额 54.07%。主要子公司中：黎明公司实现营收 273.69 亿元，同比增长 4.32%，占总营收 57.16%；实现利润总额 4.62 亿元，同比减少 31.87%，占上市公司利润总额 40.64%。南方公司实现营收 76.73 亿元，同比减少 1.30%，占总营收 16.03%；实现利润总额 0.16 亿元，同比减少 96.50%。黎明动力实现营收 50.93 亿元，同比增长 3.77%，占总营收 10.64%；实现利润总额 0.04 亿元，同比增加 0.74 亿元。
- 积极拓展低空经济及通用航空市场。2024 年 11 月，在珠海第十五届中国国际航空航天博览会上，公司子公司南方公司与客户签署约 1500 台通用航空动力产品意向采购合同，总金额超过 100 亿元。
- 我们根据最新定期报告，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.96/10.73/15.62 亿元，EPS 分别为 0.22/0.40/0.59 元，对应 5 月 14 日收盘价 PE 为 154.2/85.7/58.8 倍，给予“增持”评级。
- 风险提示：工艺成熟度影响盈利水平或批产进度；价格波动影响盈利能力；回款节奏影响财务费用。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	47880	47753	53519	58988
同比增长	9.5%	-0.3%	12.1%	10.2%
归母净利润（百万元）	860	596	1073	1562
同比增长	-39.5%	-30.7%	80.0%	45.6%
毛利率	10.1%	9.4%	9.5%	9.6%
ROE	2.2%	1.5%	2.6%	3.7%
每股收益（元）	0.32	0.22	0.40	0.59
市盈率	106.8	154.2	85.7	58.8

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

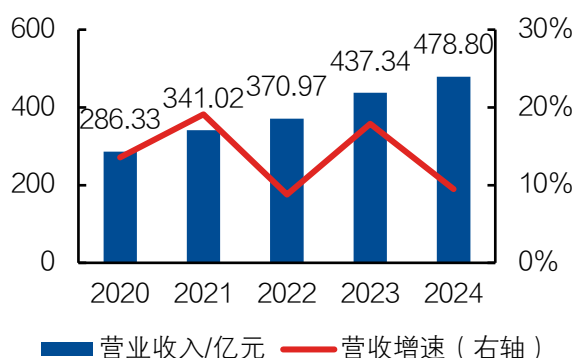
- 2024 年公司实现营业收入 478.80 亿元，同比增长 9.48%，主要是客户需求增加，产品交付增加；归母净利润 8.60 亿元，同比减少 39.48%；扣非归母净利润 7.92 亿元，同比减少 35.20%；基本每股收益 0.32 元/股，同比减少 39.62%。
- 2025Q1，公司实现营业收入 61.65 亿元，同比减少 1.71%；归母净利润 0.08 亿元，同比减少 95.15%；扣非归母净利润 0.19 亿元，同比减少 81.70%。
- 公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.097 元（含税），合计拟派发现金红利 2.59 亿元，占归母净利润的比例为 30.06%。

点评

研发费用、财务费用短期影响归母净利润

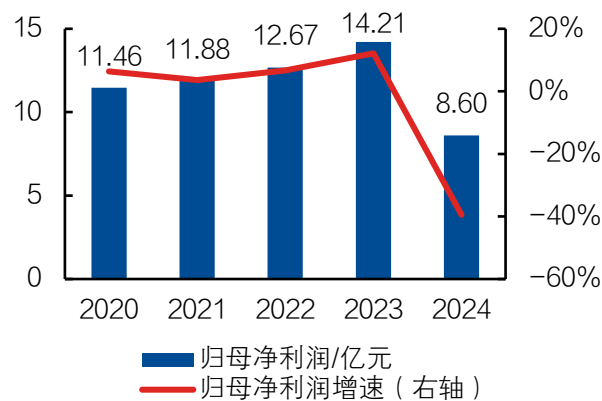
2024 年，公司实现营业收入 478.80 亿元，同比增长 9.48%，主要是客户需求增加，产品交付增加；归母净利润 8.60 亿元，同比减少 39.48%，主要是研发费用增加、财务费用增加、投资收益减少；扣非归母净利润 7.92 亿元，同比减少 35.20%；基本每股收益 0.32 元/股，同比减少 39.62%。

图1、2020-2024 年营收（亿元）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（亿元）及增速



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

分季度看，公司 2024 年四个季度分别实现营业收入 62.72 亿元（同比增长 1.98%，下同）、122.76 亿元（同比增长 5.60%）、74.09 亿元（同比减少 13.18%）、219.23 亿元（同比增长 25.81%，环比增长 195.92%）；实现归母净利润 1.55 亿元（同比增长 76.03%）、4.40 亿元（同比减少 30.97%）、1.31 亿元（同比减少 57.01%）、1.34 亿元（同比减少 65.65%，环比增长 2.06%）。

2025Q1，公司实现营业收入 61.65 亿元，同比减少 1.71%；归母净利润 0.08 亿元，同比减少 95.15%；扣非归母净利润 0.19 亿元，同比减少 81.70%。

表1、近年分季度营收和归母净利润情况（亿元）

年份	报告类型	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
2020	Q1	17.34	34.52	12.06%	0.86	7.52%
	Q2	16.73	57.42	20.05%	3.22	28.12%
	Q3	14.00	62.74	21.91%	2.25	19.64%
	Q4	14.05	131.65	45.98%	5.12	44.72%
2021	Q1	15.34	37.42	10.97%	0.34	2.90%
	Q2	18.83	63.42	18.60%	4.27	35.95%
	Q3	10.66	82.59	24.22%	3.22	27.08%
	Q4	10.23	157.59	46.21%	4.05	34.08%
2022	Q1	10.53	54.00	14.56%	0.66	5.23%
	Q2	12.34	94.06	25.35%	5.85	46.16%
	Q3	11.83	76.06	20.50%	3.17	24.99%
	Q4	9.43	146.85	39.59%	2.99	23.62%
2023	Q1	11.98	61.50	14.06%	0.88	6.19%
	Q2	11.86	116.24	26.58%	6.37	44.83%
	Q3	12.51	85.33	19.51%	3.06	21.51%
	Q4	9.56	174.26	39.85%	3.91	27.47%
2024	Q1	11.64	62.72	13.10%	1.55	18.00%
	Q2	11.09	122.76	25.64%	4.40	51.13%
	Q3	13.95	74.09	15.47%	1.31	15.28%
	Q4	7.72	219.23	45.79%	1.34	15.59%
2025	Q1	9.77	61.65		0.08	

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

公司 2024 年度经营目标是实现营业收入 497.62 亿元，归母净利润 15.12 亿元，航空发动机及衍生品营业收入 464.82 亿元，实际分别完成 96.22%、56.90%、96.80%。2025 年度经营目标是营业收入 476.63 亿元，归母净利润 5.92 亿元，航空发动机及衍生品营业收入 445.26 亿元，分别较 2024 年实际金额同比-0.45%、-31.19%、-1.04%。

2024 年研发费用、财务费用增加，投资收益减少

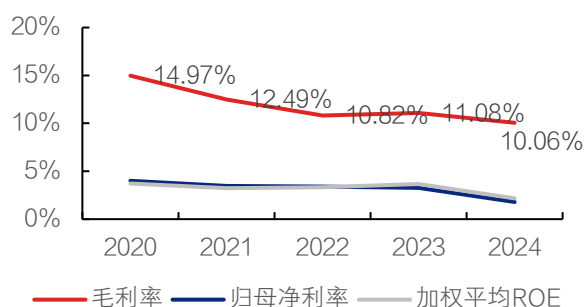
2024 年，公司期间费用合计 33.27 亿元，同比增长 26.55%，期间费用率为 6.95%，同比增加 0.94pct。其中，销售费用 2.93 亿元，同比增长 12.69%，销售费率为 0.61%，同比增加 0.02pct；管理费用 15.81 亿元，同比增长 0.91%，管理费用率为 3.30%，同比减少 0.28pct。

2024 年公司研发费用 9.95 亿元，同比增长 79.82%，研发费用率为 2.08%，同比增加 0.81pct，主要是研制任务增加，研发投入增加。2024 年公司本部、黎明公司、南方公司、黎阳动力研发费用分别为 1.89、1.40、3.70、2.23 亿元，分别同比增加 1.28、0.06、1.93、0.99 亿元。

2024 年公司财务费用 4.57 亿元，同比增长 84.30%，财务费用率为 0.95%，同比增加 0.39pct，主要是带息负债规模增加，利息费用增加。

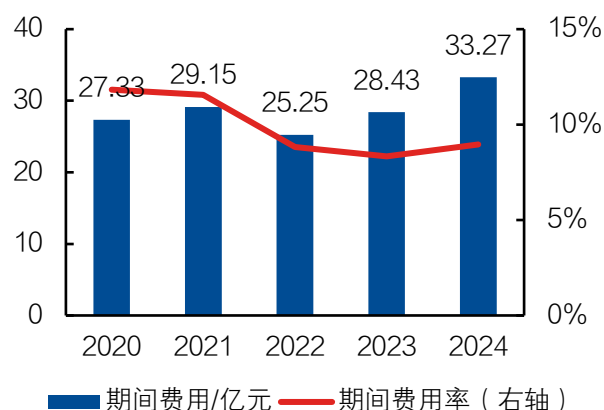
2024 年投资收益为 1.65 亿元，同比减少 2.42 亿元，主要是 2023 年转让股票、办理结构性存款取得投资收益，2024 年无此事项。

图3、2020-2024 年公司毛利率、归母净利率及加权 ROE



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2020-2024 年公司期间费用（亿元）及期间费用率

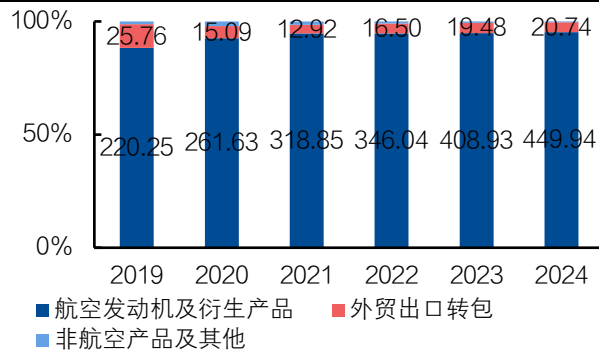


数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

分产品看，2024 年：

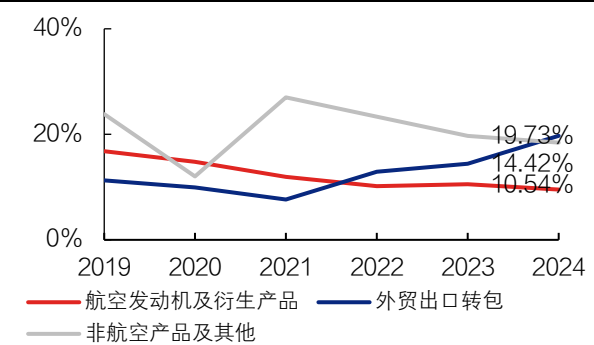
- 航空发动机及衍生产品实现营业收入 449.94 亿元，同比增长 10.03%，毛利率 9.54%，同比减少 1.01 pct。客户需求增加，产品交付增加，毛利率下降主要是新产品成熟度有待提升。
- 外贸出口转包实现营业收入 20.74 亿元，同比增长 6.45%，毛利率 19.72%，同比增加 5.30 pct，毛利率上升主要是订单增加，边际贡献增加。
- 非航空产品及其他实现营业收入 1.97 亿元，同比减少 24.91%，毛利率 18.41%，同比减少 1.32 pct。

图5、2019-2024 年公司分产品营收（亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2019-2024 年公司主要产品毛利率



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2024 年，公司毛利率 10.06%，同比减少 1.03pct；归母净利率 1.80%，同比减少 1.45pct；加权平均净资产收益率 2.17%，同比减少 1.49pct。2025Q1，公司毛利率 9.77%，同比减少 1.87pct，环比增加 2.08pct；归母净利率 0.57%，同比减少 2.39pct，环比增加 0.23pct；加权平均净资产收益率 0.02%，同比减少 0.37pct。主要是销售结构变化致毛利下降。

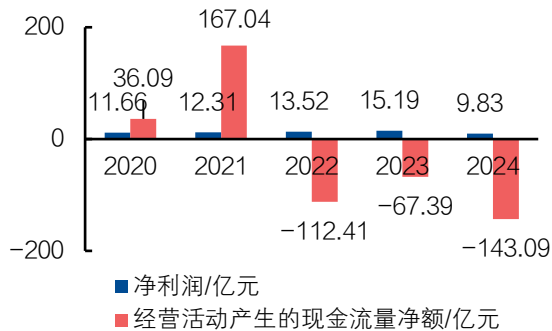
回款影响经营活动现金流

2024 年，公司经营活动产生的现金流量净额-143.09 亿元，同比减少 75.70 亿元，2023 年为-67.39 亿元，主要是销售回款减少；投资活动产生的现金流量净额-28.47 亿元，同比减少 0.43 亿元，2023 年为-28.04 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 164.83 亿元，同比增长 91.69%。

应收账款大幅增加

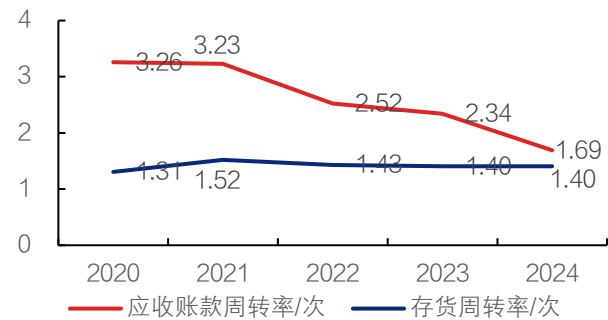
截至 2024 年末，公司应收账款、应收票据融资合计 406.08 亿元，较 2024 年初增长 55.24%；其中，应收账款 357.20 亿元，较 2024 年初增长 70.59%，应收票据 48.89 亿元，较 2024 年初减少 6.34%；应收账款周转率 1.69 次，同比减少 0.65 次。存货 316.99 亿元，较 2024 年初增长 6.87%，存货周转率 1.40 次，同比持平。

图7、2020-2024 年净利润及经营活动产生的现金流量净额（亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、2020-2024 年应收账款及存货周转率（次）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

母公司营业收入增长，黎阳动力利润总额扭亏

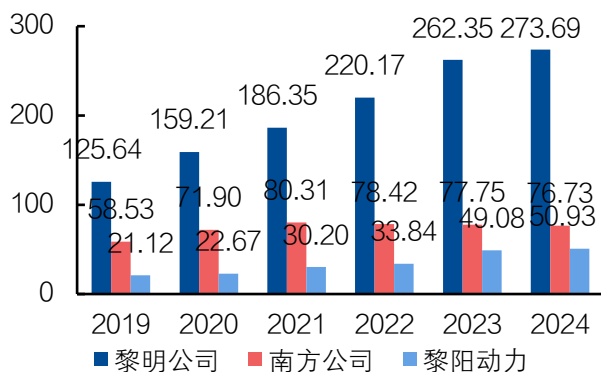
2024 年，母公司实现营收 160.33 亿元，同比增长 23.58%，占总营收 33.49%，占比同比增加 3.82pct；利润总额 6.14 亿元，同比减少 6.04%，占上市公司利润总额 54.07%。

主要子公司中：

- 黎明公司实现营收 273.69 亿元，同比增长 4.32%，占总营收 57.16%；实现利润总额 4.62 亿元，同比减少 31.87%，占上市公司利润总额 40.64%。
- 南方公司实现营收 76.73 亿元，同比减少 1.30%，占总营收 16.03%；实现利润总额 0.16 亿元，同比减少 96.50%。
- 黎阳动力实现营收 50.93 亿元，同比增长 3.77%，占总营收 10.64%；实现利润总额 0.04 亿元，同比增加 0.74 亿元。

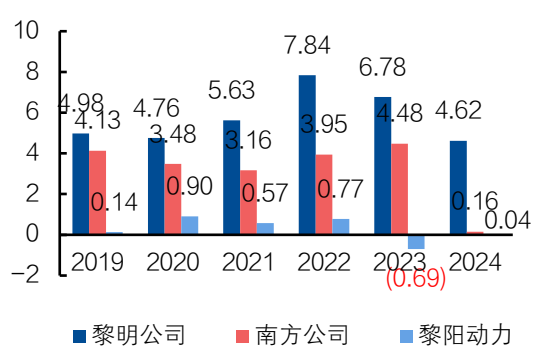
2024 年，公司发动机及衍生品营收为 449.94 亿元，其中黎明公司 264.29 亿元（同比+4.02%，下同），南方公司 74.66 亿元（-0.56%），黎阳动力 49.39 亿元（+2.89%），测算得出（不考虑内部抵消）西航公司约为 61.60 亿元，同比增长 93.94%。

图9、2019-2024 年主要子公司营收（亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、2019-2024 年主要子公司利润总额（亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

积极拓展低空经济及通用航空市场

公司重点发展 AES100、AEP50/60E、AEP100 系列、AEP500 等涡轴、涡桨发动机。2024 年，AES100 取得型号合格证，是我国民用航空发动机自主创新的重大突破。2024 年 11 月，在珠海第十五届中国国际航空航天博览会上，公司子公司南方公司与客户签署约 1500 台通用航空动力产品意向采购合同，总金额超过 100 亿元。

公司 2024 年向中国航发系统内单位购买商品关联交易金额 109.78 亿元，同比减少 3.24%，占预计金额的 75.71%。公司预计 2025 年该项关联交易金额 135.00 亿元，较 2024 年预计金额减少 6.90%，较 2024 年实际金额增长 22.97%。

2025 年度投资安排为：

- (1)公司本部固定资产计划投资 7.64 亿元，其中政府投资项目 5.50 亿元。
- (2)黎明公司固定资产计划投资 12.74 亿元，其中政府投资项目 7.66 亿元。
- (3)南方公司固定资产投资计划 3.17 亿元，其中政府投资项目 2.03 亿元。
- (4)黎阳动力固定资产计划投资 9.99 亿元，其中政府投资项目 8.45 亿元。

盈利预测与投资建议

我们根据最新定期报告，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.96/10.73/15.62 亿元，EPS 分别为 0.22/0.40/0.59 元，对应 5 月 14 日收盘价 PE 为 154.2/85.7/58.8 倍，给予“增持”评级。

风险提示

工艺成熟度影响盈利水平或批产进度；价格波动影响盈利能力；回款节奏影响财务费用。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	83898	80330	84676	91158
货币资金	7730	16339	21482	27375
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	40608	31732	30260	30809
预付款项	3095	3028	3389	3734
存货	31699	28444	28740	28420
其他	766	788	805	820
非流动资产	32015	33147	33574	32956
长期股权投资	2568	2568	2568	2568
固定资产	22538	23681	24195	24004
在建工程	2220	2006	1952	1516
无形资产	2568	2601	2633	2664
商誉	0	0	0	0
其他	2121	2290	2227	2204
资产总计	115913	113477	118251	124114
流动负债	70610	63658	67587	72197
短期借款	19731	19531	19231	19031
应付票据及应付账款	41582	37006	40342	44454
其他	9297	7122	8014	8712
非流动负债	-206	3806	3781	3768
长期借款	822	772	722	672
其他	-1028	3034	3059	3096
负债合计	70404	67464	71368	75965
股本	2666	2666	2666	2666
未分配利润	9247	9575	10165	11024
少数股东权益	5633	5699	5818	5992
股东权益合计	45509	46012	46882	48149
负债及权益合计	115913	113477	118251	124114

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	860	596	1073	1562
折旧和摊销	2263	2775	3541	4329
营运资金的变动	-18360	4788	4461	3741
经营活动产生现金流量	-14309	9122	10116	10650
资本支出	-2855	-3685	-3950	-3684
长期投资	-40	-12	4	-1
投资活动产生现金流量	-2847	-3688	-3715	-3473
债权融资	16592	4093	-325	-213
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	16483	3175	-1259	-1284
现金净变动	-658	8609	5143	5893

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	47880	47753	53519	58988
营业成本	43064	43253	48411	53345
税金及附加	265	291	326	360
销售费用	293	308	323	340
管理费用	1581	1629	1678	1728
研发费用	995	860	860	820
财务费用	457	506	367	281
投资收益	165	210	232	213
公允价值变动收益	-52	-40	-42	-36
信用减值损失	-208	-104	-112	-108
资产减值损失	-253	-392	-452	-372
营业利润	1083	723	1324	1953
营业外收支	53	38	46	42
利润总额	1136	761	1370	1995
所得税	152	99	178	259
净利润	983	662	1192	1735
少数股东损益	123	66	119	174
归属母公司净利润	860	596	1073	1562
EPS(元)	0.32	0.22	0.40	0.59

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	9.5%	-0.3%	12.1%	10.2%
营业利润增长率	-35.7%	-33.3%	83.3%	47.5%
归母净利润增长率	-39.5%	-30.7%	80.0%	45.6%
盈利能力				
毛利率	10.1%	9.4%	9.5%	9.6%
归母净利率	1.8%	1.2%	2.0%	2.6%
ROE	2.2%	1.5%	2.6%	3.7%
偿债能力				
资产负债率	60.7%	59.5%	60.4%	61.2%
流动比率	1.19	1.26	1.25	1.26
速动比率	0.69	0.76	0.77	0.81
营运能力				
资产周转率	44.4%	41.6%	46.2%	48.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.32	0.22	0.40	0.59
每股经营现金	-5.37	3.42	3.80	4.00
估值比率(倍)				
PE	106.8	154.2	85.7	58.8
PB	2.3	2.3	2.2	2.2

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