



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年06月03日

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 06月03日收盘价(元) | 49.37 |
| 总市值(亿元) | 320.74 |
| 总股本(亿股) | 6.50 |

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】西部超导2024年中报点评: Q2业绩环比显著增长, 存货结构大幅改善-2024.09.07

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

zhou dengke@xyzq.com.cn

西部超导(688122.SH)

2024年营收业绩稳步增长, 2025Q1增速显著提升

投资要点:

- 公司发布2024年报: 公司2024年全年实现营收46.12亿元, 同比增长10.91%; 归母净利润8.01亿元, 同比增长6.44%; 扣非后归母净利润7.13亿元, 同比增长12.94%; 基本每股收益1.23元, 同比增长6.43%; 加权平均净资产收益率12.22%, 同比减少0.15pct。
- 公司发布2025年一季报: 实现营收10.74亿元, 同比增长35.31%; 归母净利润1.70亿元, 同比增长53.85%; 扣非后归母净利润1.42亿元, 同比增长52.73%。公司2025年一季度公司信用减值损失3411.17万元, 同比增加489.20%; 资产减值损失3785.18万元, 同比增加1501.99%。
- 2025Q1毛利率显著增加。2024年, 公司整体毛利率为33.55%, 同比增加1.68pct; 归母净利率为17.36%, 同比减少0.73pct。2025Q1, 公司毛利率为35.29%, 同比增加6.83pct; 归母净利率为15.83%, 同比增加1.91pct。
- 高端钛合金收入稳健增长, 毛利率提升: 2024年, 公司高端钛合金产品实现营收27.52亿元, 同比增长9.87%, 占总营收的59.66%, 毛利率为38.67%, 同比增加4.26pct; 2024年公司高端钛合金产量、销量分别为8133.73吨、7909.63吨, 分别同比增长23.95%、+8.95%, 产销率为97.25%; 钛合金单价为34.79万元/吨, 同比增加0.84%。
- 超导产品持续高增, 高性能高温合金产品收入下滑: 2024年, 公司超导产品实现营收13.04亿元, 同比增长32.41%, 毛利率为30.22%, 同比减少4.17pct; 高性能高温合金实现营收3.27亿元, 同比减少31.02%, 毛利率为22.25%, 同比增加6.39pct。
- 期间费用率减少。2024年, 公司期间费用总额6.10亿元, 同比增长1.54%, 占营收比重13.23%, 同比减少1.22pct; 2025Q1, 公司期间费用合计1.28亿元, 同比增长3.22%, 占营业收入的11.90%, 同比减少3.71pct。
- 2024年经营性现金流显著改善。2024年, 公司经营活动产生的现金流净额4.46亿元, 同比增长176.29%。2025Q1, 公司经营活动产生的现金流量净额264.50万元, 同比减少98.17%。
- 存货规模持续增长, 2024年末发出商品增幅显著: 截至2024年末, 公司存货38.60亿元, 同比增长15.48%, 其中发出商品4.09亿元, 同比增长119.64%。截至2025Q1末, 公司存货41.27亿元, 较2025年初增长6.93%, 同比增长18.39%。
- 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9.87/10.64/12.51亿元, EPS分别为1.52/1.64/1.92元, 对应6月3日收盘价PE为32.5/30.2/25.6倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 海绵钛价格大幅波动; 下游需求不及预期。

主要财务指标

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 4612 | 5400 | 5967 | 6914 |
| 同比增长 | 10.9% | 17.1% | 10.5% | 15.9% |
| 归母净利润(百万元) | 801 | 987 | 1064 | 1251 |
| 同比增长 | 6.4% | 23.2% | 7.8% | 17.6% |
| 毛利率 | 33.6% | 34.0% | 33.3% | 33.2% |
| ROE | 12.0% | 14.0% | 14.2% | 15.7% |
| 每股收益(元) | 1.23 | 1.52 | 1.64 | 1.92 |
| 市盈率 | 40.1 | 32.5 | 30.2 | 25.6 |

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 年报：**实现营收 46.12 亿元，同比增长 10.91%；归母净利润 8.01 亿元，同比增长 6.44%；扣非后归母净利润 7.13 亿元，同比增长 12.94%；基本每股收益 1.23 元，同比增长 6.43%；加权平均净资产收益率 12.22%，同比减少 0.15pct。
- **公司发布 2025 年一季报：**实现营收 10.74 亿元，同比增长 35.31%；归母净利润 1.70 亿元，同比增长 53.85%；扣非后归母净利润 1.42 亿元，同比增长 52.73%；基本每股收益 0.26 元，同比增长 52.94%。
- **2024 年利润分配方案：**公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 6.5 元（含税），共计分配利润 4.22 亿元，公司于 2025 年 1 月实施了 2024 年前三季度现金分红，派发现金红利 0.65 亿元，即 2024 年度公司现金分红（含中期已分配的现金红利）总额为 4.87 亿元，占公司 2024 年归母净利润的 60.85%。

点评

- **2024 年营收业绩稳步增长，2025Q1 增速显著提升**

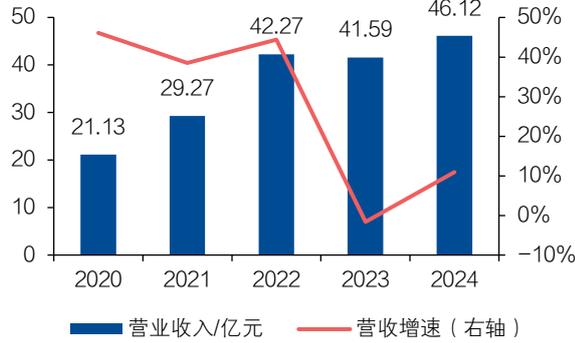
公司 2024 年全年实现营收 46.12 亿元，同比增长 10.91%；归母净利润 8.01 亿元，同比增长 6.44%；扣非后归母净利润 7.13 亿元，同比增长 12.94%。

分季度看，公司 2024 年四个季度分别实现营收 7.94 亿元（同比-13.96%，下同）、12.27 亿元（+3.13%）、12.15 亿元（+24.43%）、13.77 亿元（+28.64%）；公司 2024 年四个季度分别实现归母净利润 1.10 亿元（-46.95%）、2.38 亿元（+11.83%）、2.55 亿元（+58.04%）、1.97 亿元（+16.09%）。

2025 年一季度，公司实现营收 10.74 亿元，同比增长 35.31%；归母净利润 1.70 亿元，同比增长 53.85%；扣非后归母净利润 1.42 亿元，同比增长 52.73%；非经常性损益 2838.23 万元，同比增长 59.68%；基本每股收益 0.26 元，同比增长 52.94%。2025Q1 公司业绩实现较快增长，主要是由于公司产品销售收入增加使得毛利增加，同时研发投入支出减少所致。

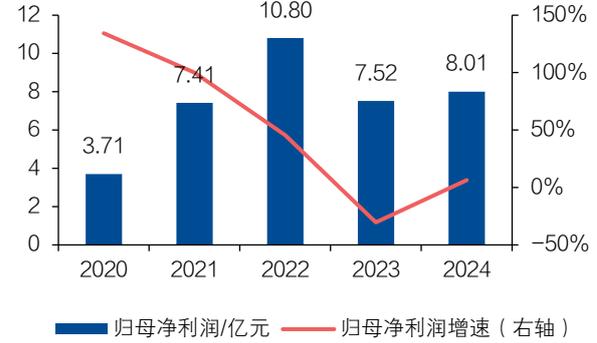
公司 2025 年一季度公司信用减值损失 3411.17 万元，同比增加 489.20%；资产减值损失 3785.18 万元，同比增加 1501.99%。

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 | 40.76 | 8.87 | 20.99% | 2.15 | 19.91% |
| | Q2 | 42.64 | 11.97 | 28.31% | 3.37 | 31.24% |
| | Q3 | 38.16 | 11.83 | 27.98% | 3.06 | 28.34% |
| | Q4 | 35.87 | 9.61 | 22.72% | 2.22 | 20.52% |
| 2023 | Q1 | 36.49 | 9.22 | 22.18% | 2.08 | 27.68% |
| | Q2 | 29.03 | 11.90 | 28.60% | 2.13 | 28.29% |
| | Q3 | 35.17 | 9.76 | 23.47% | 1.61 | 21.46% |
| | Q4 | 28.05 | 10.71 | 25.75% | 1.70 | 22.57% |
| 2024 | Q1 | 28.46 | 7.94 | 17.20% | 1.10 | 13.80% |
| | Q2 | 34.34 | 12.27 | 26.60% | 2.38 | 29.72% |
| | Q3 | 37.21 | 12.15 | 26.33% | 2.55 | 31.86% |
| | Q4 | 32.56 | 13.77 | 29.86% | 1.97 | 24.62% |
| 2025 | Q1 | 35.29 | 10.74 | - | 1.70 | - |

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

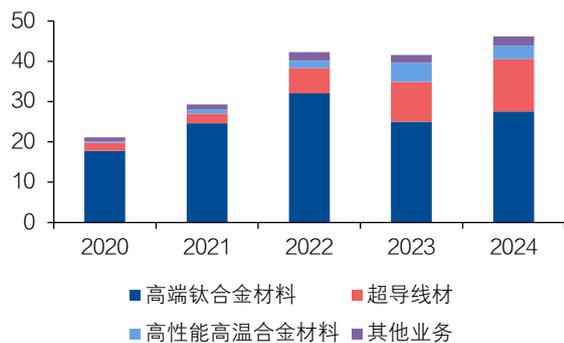
● 高端钛合金收入稳健增长，超导产品收入持续高增

高端钛合金收入稳健增长，毛利率增加。2024 年，公司高端钛合金产品实现营收 27.52 亿元，同比增长 9.87%，占总营收的 59.66%，毛利率为 38.67%，同比增加 4.26pct；2024 年公司高端钛合金产量、销量分别为 8133.73 吨、7909.63 吨，分别同比增长-23.95%、+8.95%，产销率为 97.25%；钛合金单价为 34.79 万元/吨，同比增加 0.84%。公司顺利完成了各项产品的交付，销售持续向好。钛合金产品的研发和多个产品通过设计所组织的装机评审。

超导产品持续高增，毛利率有所下滑。2024 年，公司超导产品实现营收 13.04 亿元，同比增长 32.41%，占总营收的 28.27%，毛利率为 30.22%，同比减少 4.17pct；2024 年公司超导产品（不包含磁体）产量、销量分别为 2898.68 吨、2343.82 吨，分别同比增长 67.54%、32.46%，产销率为 80.86%。公司全年超导业务订单持续增加，随着高性能超导线材产业化项目建设完成，公司超导线材产能得到了大幅提升。在研发方面，公司完成国内核聚变 CRAFT 项目用超导线材的交付任务，并开始为 BEST 聚变项目批量供货，产品性能稳定；Nb₃Sn 超导线材和 MgB₂ 高温超导线材性能取得新突破。

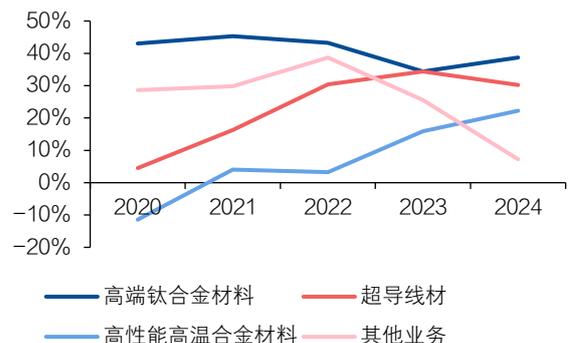
高性能高温合金产品收入下滑，毛利率显著提升。2024 年，公司高性能高温合金实现营收 3.27 亿元，同比减少 31.02%，占总营收的 7.09%，毛利率为 22.25%，同比增加 6.39pct；2024 年公司高性能高温合金产量、销量分别为 1264.29 吨、1198.46 吨，分别同比减少 44.56%、27.81%，产销率为 94.79%；高性能高温合金单价为 27.28 万元/吨，同比减少 4.51%。公司高温合金二期熔炼生产线建成投产；自主设计建成高温合金返回料处理线，突破了高温合金返回料处理技术，多个主要牌号通过“两机”、航天型号等用户产品认证；突破了航空结构件用某高强度大规格棒材稳定性控制技术，性能匹配良好，获得了型号供货资格；超超临界燃煤发电站用高温合金已经基本完成应用考核评价。

图3、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4、2020-2024 年分产品毛利率



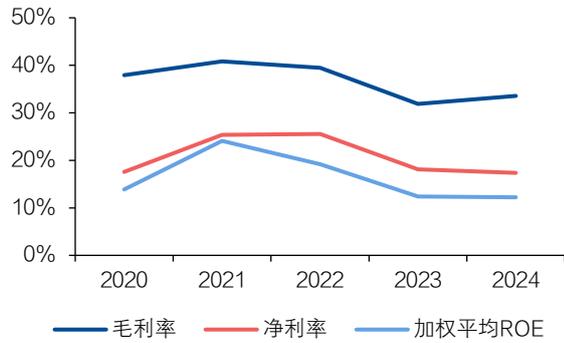
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 2024 年毛利率同比提升，净利率略有下滑

2024 年，公司整体毛利率为 33.55%，同比增加 1.68pct；归母净利率为 17.36%，同比减少 0.73pct。分季度看，公司 2024 年四个季度毛利率分别为 28.46%（同比-8.03pct，下同）、34.34%（+5.31pct）、37.21%（+2.05pct）、32.56%（+4.51pct）；公司 2024 年四个季度归母净利率分别为 13.92%（-8.66pct）、19.40%（+1.51pct）、21.01%（+4.47pct）、14.31%（-1.55pct）。

2025 年一季度毛利率、净利率同比提升。2025Q1，公司毛利率为 35.29%，同比增加 6.83pct；归母净利率为 15.83%，同比增加 1.91pct；加权平均净资产收益率为 2.51%，同比增加 0.79pct。

图5、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6、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

● 2024 年期间费用率同比下降

公司期间费用总额 6.10 亿元，同比增长 1.54%，占营收比重 13.23%，同比减少 1.22pct；其中，销售费用 0.28 亿元，同比减少 8.51%，占营业收入的 0.61%，同比减少 0.13pct；管理费用 1.95 亿元，同比增长 0.16%，占营业收入的 4.22%，同比减少 0.45pct；财务费用 0.37 亿元，同比减少 21.30%，占营业收入的 0.79%，同比减少 0.33pct；研发费用 3.51 亿元，同比增长 6.51%，占营业收入的 7.61%，同比减少 0.31pct。

2025Q1，公司期间费用合计 1.28 亿元，同比增长 3.22%，占营业收入的 11.91%，同比减少 3.70pct。其中销售费用 589.27 万元，同比增长 3.69%，占营业收入的 0.55%，同比减少 0.17pct；管理费用 6553.98 万元，同比增长 166.31%，占营业收入的 6.10%，同比增加 3.00pct；财务费用 1116.92 万元，同比减少 5.77%，占营业收入的 1.04%，同比减少 0.45pct；研发费用 4524.82 万元，同比减少 44.63%，主要是由于公司多项研发项目处于项目论证阶段投入较同期减少所致，占营业收入的 4.21%，同比减少 6.08pct。

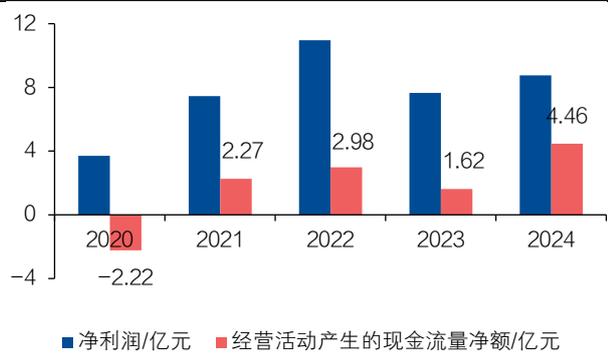
● 2024 年经营性现金流同比大幅增加

2024 年，公司经营活动产生的现金流净额 4.46 亿元，同比增长 176.29%，主要是由于 2024 年公司销售回款与收到的政府补助较同期增加所致；投资活动现金

流量净额-0.20 亿元，同比增加 3.63 亿元；筹资活动现金流量净额-4.37 亿元，同比减少 2.08 亿元。

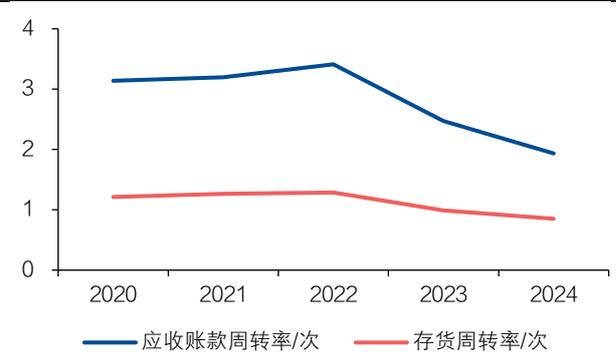
2025Q1，公司经营活动产生的现金流量净额 264.50 万元，2024Q1 为 1.45 亿元，同比减少 98.17%，主要是由于公司各类经营采购、职工薪酬、税费缴纳支付的现金较同期增加所致；投资活动产生的现金流量净额-0.76 亿元，同比减少 237.06%；筹资活动产生的现金流量净额为 1.22 亿元，同比减少 38.37%。

图7、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8、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

● 存货规模持续增长，2024 年末发出商品增幅显著

截至 2024 年末，公司存货 38.60 亿元，同比增长 15.48%。其中，原材料账面价值 5.77 亿元，同比增长 15.99%；在产品 8.14 亿元，同比减少 6.27%；半成品 5.53 亿元，同比增长 37.92%；库存商品 15.07 亿元，同比增长 8.46%；发出商品 4.09 亿元，同比增长 119.64%。

截至 2024 年末，公司应收账款 27.10 亿元，同比增长 31.60%，主要是由于受行业客户回款特点影响，2024 年末公司应收欠款较期初增长所致；应收票据 14.87 亿元，同比增长 16.91%。

截至 2025Q1 末，公司存货 41.27 亿元，较 2025 年初增长 6.93%，同比增长 18.39%；应收账款 29.47 亿元，较 2025 年初增长 8.75%，同比增长 29.71%；应收票据 14.38 亿元，较 2025 年初减少 3.28%，同比增长 39.98%。公司合同负债 1.78 亿元，较 2025 年初增长 24.97%，同比减少 33.30%。

- **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 9.87/10.64/12.51 亿元，EPS 分别为 1.52/1.64/1.92 元，对应 6 月 3 日收盘价 PE 为 32.5/30.2/25.6 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示**

海绵钛价格大幅波动；下游需求不及预期。

附表
资产负债表

单位：百万元

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 10600 | 11915 | 12667 | 13732 |
| 货币资金 | 1513 | 1814 | 1594 | 1058 |
| 交易性金融资产 | 862 | 872 | 882 | 892 |
| 应收票据及应收账款 | 4197 | 4585 | 5040 | 5830 |
| 预付款项 | 52 | 61 | 68 | 79 |
| 存货 | 3860 | 4465 | 4962 | 5746 |
| 其他 | 116 | 118 | 121 | 127 |
| 非流动资产 | 3009 | 3213 | 3353 | 3458 |
| 长期股权投资 | 191 | 191 | 191 | 191 |
| 固定资产 | 2062 | 2212 | 2333 | 2423 |
| 在建工程 | 232 | 266 | 292 | 314 |
| 无形资产 | 328 | 321 | 314 | 306 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 196 | 224 | 223 | 223 |
| 资产总计 | 13609 | 15128 | 16021 | 17190 |
| 流动负债 | 4956 | 6185 | 6664 | 7327 |
| 短期借款 | 779 | 1479 | 1529 | 1529 |
| 应付票据及应付账款 | 2653 | 3085 | 3445 | 3997 |
| 其他 | 1524 | 1621 | 1691 | 1801 |
| 非流动负债 | 1387 | 1200 | 1100 | 1000 |
| 长期借款 | 887 | 707 | 607 | 507 |
| 其他 | 500 | 493 | 493 | 493 |
| 负债合计 | 6342 | 7385 | 7764 | 8327 |
| 股本 | 650 | 650 | 650 | 650 |
| 未分配利润 | 2034 | 2273 | 2530 | 2832 |
| 少数股东权益 | 583 | 670 | 767 | 883 |
| 股东权益合计 | 7267 | 7743 | 8257 | 8863 |
| 负债及权益合计 | 13609 | 15128 | 16021 | 17190 |

现金流量表

单位：百万元

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 归母净利润 | 801 | 987 | 1064 | 1251 |
| 折旧和摊销 | 168 | 236 | 270 | 306 |
| 营运资金的变动 | -670 | -541 | -590 | -968 |
| 经营活动产生现金流量 | 446 | 858 | 942 | 788 |
| 资本支出 | -352 | -411 | -411 | -411 |
| 长期投资 | 300 | -10 | -10 | -10 |
| 投资活动产生现金流量 | -20 | -435 | -415 | -414 |
| 债权融资 | -58 | 528 | -50 | -100 |
| 股权融资 | 138 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动产生现金流量 | -437 | -122 | -748 | -911 |
| 现金净变动 | -8 | 302 | -221 | -536 |

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 | 4612 | 5400 | 5967 | 6914 |
| 营业成本 | 3065 | 3565 | 3980 | 4619 |
| 税金及附加 | 31 | 33 | 37 | 43 |
| 销售费用 | 28 | 36 | 40 | 46 |
| 管理费用 | 195 | 240 | 265 | 308 |
| 研发费用 | 351 | 419 | 463 | 531 |
| 财务费用 | 37 | 20 | 22 | 24 |
| 投资收益 | 5 | 6 | 6 | 7 |
| 公允价值变动收益 | 26 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | -53 | -35 | -30 | -20 |
| 资产减值损失 | -39 | -25 | -25 | -20 |
| 营业利润 | 1007 | 1228 | 1327 | 1562 |
| 营业外收支 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 利润总额 | 1006 | 1226 | 1326 | 1561 |
| 所得税 | 130 | 152 | 165 | 194 |
| 净利润 | 876 | 1074 | 1161 | 1367 |
| 少数股东损益 | 75 | 87 | 98 | 116 |
| 归属母公司净利润 | 801 | 987 | 1064 | 1251 |
| EPS(元) | 1.23 | 1.52 | 1.64 | 1.92 |

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 | 10.9% | 17.1% | 10.5% | 15.9% |
| 营业利润增长率 | 15.7% | 22.0% | 8.1% | 17.7% |
| 归母净利润增长率 | 6.4% | 23.2% | 7.8% | 17.6% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 33.6% | 34.0% | 33.3% | 33.2% |
| 归母净利率 | 17.4% | 18.3% | 17.8% | 18.1% |
| ROE | 12.0% | 14.0% | 14.2% | 15.7% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 46.6% | 48.8% | 48.5% | 48.4% |
| 流动比率 | 2.14 | 1.93 | 1.90 | 1.87 |
| 速动比率 | 1.33 | 1.18 | 1.13 | 1.06 |
| 营运能力 | | | | |
| 资产周转率 | 35.9% | 37.6% | 38.3% | 41.6% |
| 每股资料(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.23 | 1.52 | 1.64 | 1.92 |
| 每股经营现金 | 0.69 | 1.32 | 1.45 | 1.21 |
| 估值比率(倍) | | | | |
| PE | 40.1 | 32.5 | 30.2 | 25.6 |
| PB | 4.8 | 4.5 | 4.3 | 4.0 |

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。

本公司为西部超导(688122)做市商。但上述持仓不曾、不会、不将对研究业务的独立性、客观性产生影响。

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 |