

# 25Q2 有所承压，期待下半年 IP 业务进展

## 核心观点

25H1 公司实现营收 108.09 亿元/-2.19%，归母净利润 5.57 亿元/-11.97%；25Q2 公司实现营收 55.64 亿元/-0.04%，归母净利润 2.39 亿元/-5.57%。拆分看，25H1 传统核心业务同比-7%，单季度看，我们估算 25Q2 传统核心业务同比约-9%，其中线下零售收入同比-11%、电商+5%，传统业务线下仍承压，电商保持一定增长但利润率有所下降，后续将在保持份额前提下力争利润改善。新业务方面，25H1 收入约同比+1%，单季度看，25Q2 办公直销（科力普）营收+5.2%，前期干扰因素逐步缓解，收入同比增速转正；25Q2 零售大店业务实现收入+6%，杂物社开店略超预期（截至 25H1 末 830 多家零售大店/较年初净开 50 家以上，全年预计净开店 100 家以上）。展望下半年，公司将在产品端加强 IP 赋能、改善品类结构，渠道端聚焦单店质量提升，战略推进海外渠道扩展，科力普持续提升供应链效能和客户服务能力。

## 事件

**公司发布 2025 年中报。**25H1 公司实现营收 108.09 亿元/-2.19%，归母净利润 5.57 亿元/-11.97%，扣非归母净利润 4.62 亿元/-18.63%（非经常性损益主要系政府补助 9530 万元），经营活动现金流净额 6.54 亿元/-10.88%；基本 EPS 为 0.61 元/-11.22%，ROE（加权）为 6.18%/-1.61pct。

单季度看，25Q2 公司实现营收 55.64 亿元/-0.04%，归母净利润 2.39 亿元/-5.57%，扣非归母净利润 1.80 亿元/-24.73%。

## 简评

**传统核心业务：传统业务线下仍承压，电商在保持份额前提下力争利润改善。**25H1 公司传统核心业务（晨光及所属品牌文具的线下和电商销售）实现营收 39.0 亿元/-7%，我们估算 25Q1、25Q2 营收约 20.5 亿元/-5%、18.5 亿元/-9%。①**传统线下主营业务**方面，我们测算 25H1 营收约 33.4 亿元/-10%，25Q1、25Q2 营收约 17 亿/-9%、16 亿元/-11%。②**电商业务**方面，25H1 晨光科技实现营收 5.56 亿元/+15.1%，净利润-2223 万元，净利率-4.0%，25Q1、25Q2 营收 3.1 亿/+24.6%、2.5 亿元/+5.2%。公司积极推动线上渠道布局，电商收入保持一定增长，未来将在保持份额前提下力争利润改善。

## 晨光股份 (603899.SH)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

发布日期：2025 年 09 月 02 日

当前股价：30.54 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.02/-10.40	3.49/-11.76	14.00/-21.75
12 月最高/最低价 (元)		36.47/25.28
总股本 (万股)		92,097.04
流通 A 股 (万股)		92,097.04
总市值 (亿元)		281.26
流通市值 (亿元)		281.26
近 3 月日均成交量 (万)		672.71
主要股东		
晨光控股(集团)有限公司		58.20%

### 股价表现



### 相关研究报告

【中信建投轻工纺织及服务】晨光股份  
25.05.07 (603899):24 年加大分红回报股东，静待  
25 年业绩逐步改善

**新业务：科力普 Q2 同比增速转正，零售大店开店提速。**25H1 公司新业务（包括办公直销和零售大店）实现营收 69.1 亿元/+0.9%，其中 25Q1、25Q2 营收约 31.9 亿元/-4%、37.2 亿元/+5.3%。拆分来看，①**办公直销**（科力普）25H1 实现营收 61.3 亿元/+0.15%，净利润 1.23 亿元，净利率 2.0%，其中 25Q1、25Q2 营收 27.9 亿元/-5.3%、33.4 亿元/+5.2%，前期受集采干扰的业务逐步恢复中，Q2 实现同比增速转正。②**零售大店**（包括晨光生活馆和九木杂物社）25H1 实现营收 7.8 亿元/+7.0%，其中 25Q1、25Q2 营收 4.0 亿元/+8.0%、3.8 亿元/+5.9%。截至 25H1 末，公司在全国拥有 830 余家零售大店，较年初净开店超过 50 家，全年预计净开店 100 家以上。

**分产品看：书写工具、学生文具产品结构优化、价增量减。**

1) **书写工具**：25H1 营收 11.36 亿元/-0.2%，毛利率为 45.61%/+2.57pct。量价拆分看，25H1 销量 8.34 亿支/-6.1%，均价 1.36 元/+6.3%。单季度看，25Q2 营收 5.72 亿元/-0.2%，毛利率 47.42%/+5.15pct。

2) **学生文具**：25H1 营收 14.35 亿元/-8.5%，毛利率为 36.31%/+0.89pct。量价拆分看，25H1 销量 18.96 亿支/-14.9%，均价 0.76 元/+7.5%。单季度看，25Q2 营收 6.32 亿元/-11.5%，毛利率 37.17%/+0.88pct。

3) **办公文具**：25H1 营收 16.07 亿元/-8.5%，毛利率为 25.98%/+0.37pct。量价拆分看，25H1 销量 10.39 亿支/-1.0%，均价 1.55 元/-7.6%。单季度看，25Q2 营收 7.57 亿元/-11.5%，毛利率 23.17%/-0.49pct。

4) **其他文具**：25H1 营收 4.77 亿元/+6.8%，毛利率为 44.10%/-1.28pct。量价拆分看，25H1 销量 0.13 亿支/+4.9%，均价 37.86 元/+1.8%。单季度看，25Q2 营收 2.50 亿元/+5.3%，毛利率 42.44%/-2.44pct。

5) **办公直销**：25H1 营收 61.29 亿元/+0.1%，毛利率 6.92%/-0.20pct。量价拆分看，25H1 销量 3.04 亿支/+37.4%，均价 20.15 元/-27.1%。单季度看，25Q2 营收 33.39 亿元/+5.2%，毛利率 6.79%/-0.24pct。

**毛利率变动主要系收入结构影响，费用率提升主要系收入下滑及公司加强费用投入影响。**1) **盈利端**，25H1 公司毛利率为 19.45%/+0.04pct，净利率为 5.26%/-0.79pct；单季度看，25Q2 公司毛利率为 18.31%/-0.34pct，净利率为 4.30%/-0.46pct。2) **费用端**，25H1 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 8.18%/+0.84pct、4.34%/+0.04pct、0.88%/+0.05pct、-0.13%/+0.09pct。单季度看，25Q2 销售、管理、研发、财务费用率分别为 8.21%/+0.93pct、4.23%/-0.43pct、0.82%/+0.02pct、-0.09%/+0.11pct。

**传统业务和九木杂物社在 IP 转型、战略出海方面稳步推进，科力普持续修内功的同时有望在合适时机推动行业整合。**1) **IP 转型**，公司加强 IP 赋能，构建了多元化 IP 合作生态，通过自主 IP 孵化和与国内外热门 IP 合作相结合的方式 IP 产品矩阵的深度运营，积极布局年轻人喜爱的 IP 与二次元产品，用 IP 赋能文具，让产品兼具实用价值（好用）、兴趣价值和情绪价值（好玩）。坚持从消费者需求出发，从“功能提供者”到“情绪价值提供者”，包括从文具到谷子等周边品类的拓展。25H1 公司与腾讯视频达成战略合作，推出《剑来》和《斩神》等国漫 IP 全新联名产品，获得市场的良好反馈，预计下半年起产品端会有更明显的表现；2) **战略出海**：公司拟加速国际化布局，抓住海外市场机会，传统业务和零售大店均有望在海外市场有所突破；3) **科力普**，将持续优化供应链体系、提升服务能力，通过提高自营和自有产品的销售比例以提升盈利能力，积极拓展新客户，在合适时机或将推动行业整合。

**盈利预测**：预计公司 2025-2027 年营业收入为 257.50、284.67、312.10 亿元，同比分别增长 6.3%、10.6%、9.6%，归母净利润 14.09、15.57、17.12 亿元，同比分别增长 0.9%、10.5%、10.0%，对应 PE 为 20.0x、18.1x、16.4x，维持“买入”评级。

**风险提示：1) 终端零售复苏进展不及预期风险：**公司传统核心业务及零售大店业务的销售渠道以线下为主，业务的销售表现受门店客流影响明显，消费环境承压下，终端客流下滑、渠道信心不足、零售复苏乏力，或将直接影响公司营收及业绩表现。**2) 出生率下滑、学生人数下降影响文具需求风险：**我国人口出生率近年有较大幅度下降，如果新生儿人口数量及学生人数大幅下降，或将影响晨光股份传统业务消费者基础，影响公司学生文具业务表现。**3) 竞品分流风险：**卡牌等竞品流行，影响学生用于文具购买的预算，或导致公司动销承压。

**图 1：晨光股份营收分季度拆分（亿元）**

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
<b>传统线下</b>	<b>17.5</b>	<b>17.4</b>	<b>23.9</b>	<b>19.3</b>	<b>19.1</b>	<b>17.9</b>	<b>22.2</b>	<b>18.0</b>	<b>17.5</b>	<b>16.0</b>
yoy	2.7%	5.1%	4.5%	2.5%	9.5%	2.6%	-7.2%	-6.5%	-8.6%	-10.6%
<b>科力普</b>	<b>26.4</b>	<b>28.5</b>	<b>28.3</b>	<b>49.9</b>	<b>29.5</b>	<b>31.7</b>	<b>30.4</b>	<b>46.7</b>	<b>27.9</b>	<b>33.4</b>
yoy	23.1%	26.5%	11.6%	24.8%	11.6%	11.2%	7.5%	-6.3%	-5.3%	5.2%
<b>零售大店</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>	<b>3.9</b>	<b>3.5</b>	<b>3.7</b>	<b>3.6</b>	<b>3.9</b>	<b>3.6</b>	<b>4.0</b>	<b>3.8</b>
yoy	13.3%	73.9%	52.2%	81.1%	23.5%	19.1%	0.4%	4.1%	8.0%	5.9%
<b>晨光科技</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>2.9</b>	<b>2.0</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>	<b>4.0</b>	<b>2.6</b>	<b>3.1</b>	<b>2.5</b>
yoy	57.9%	57.4%	29.9%	2.9%	32.7%	28.3%	38.9%	31.2%	24.6%	5.2%
<b>书写工具</b>	<b>4.9</b>	<b>5.1</b>	<b>8.6</b>	<b>4.2</b>	<b>5.6</b>	<b>5.7</b>	<b>8.8</b>	<b>4.1</b>	<b>5.6</b>	<b>5.7</b>
yoy	-2.3%	-0.6%	12.1%	6.6%	15.7%	13.0%	2.4%	-2.0%	-0.1%	-0.2%
<b>学生文具</b>	<b>7.3</b>	<b>7.2</b>	<b>13.0</b>	<b>7.2</b>	<b>8.5</b>	<b>7.1</b>	<b>11.9</b>	<b>7.1</b>	<b>8.0</b>	<b>6.3</b>
yoy	1.5%	12.8%	12.7%	5.2%	17.1%	-0.3%	-8.4%	-1.2%	-6.0%	-11.5%
<b>办公文具</b>	<b>8.5</b>	<b>8.2</b>	<b>7.0</b>	<b>11.5</b>	<b>9.0</b>	<b>8.6</b>	<b>7.1</b>	<b>11.0</b>	<b>8.5</b>	<b>7.6</b>
yoy	15.8%	14.4%	-1.3%	7.3%	6.4%	4.7%	1.9%	-3.9%	-5.6%	-11.5%
<b>其他文具</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>2.1</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>
yoy	26.5%	110.8%	54.9%	56.5%	24.0%	28.0%	7.9%	7.1%	8.5%	5.3%

资料来源：公司公告，中信建投

**图 2: 晨光股份业绩拆分预测 (百万元)**

营收拆分 (人民币百万元)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,996	23,351	24,228	25,750	28,467	31,210
yoy	13.6%	16.8%	3.8%	6.3%	10.6%	9.6%
归母净利润	1,282	1,527	1,396	1,409	1,557	1,712
yoy	-15.5%	19.1%	-8.6%	0.9%	10.5%	10.0%
<b>按产品拆分</b>						
科力普 (办公直销)	<b>10,930</b>	<b>13,307</b>	<b>13,831</b>	<b>14,938</b>	<b>16,880</b>	<b>18,905</b>
yoy	40.7%	21.8%	3.9%	8.0%	13.0%	12.0%
办公文具	<b>3,223</b>	<b>3,511</b>	<b>3,572</b>	<b>3,786</b>	<b>3,976</b>	<b>4,135</b>
yoy	-3.4%	8.9%	1.7%	6.0%	5.0%	4.0%
书写工具	<b>2,169</b>	<b>2,273</b>	<b>2,429</b>	2,429	2,575	2,704
yoy	-23.1%	4.8%	6.9%	0.0%	6.0%	5.0%
学生文具	<b>3,192</b>	<b>3,466</b>	<b>3,471</b>	<b>3,471</b>	<b>3,645</b>	<b>3,791</b>
yoy	2.1%	8.6%	0.1%	0.0%	5.0%	4.0%
其他产品	<b>471</b>	<b>743</b>	<b>865</b>	<b>1,064</b>	<b>1,329</b>	<b>1,610</b>
yoy	-14.1%	57.7%	16.4%	23.0%	24.9%	21.2%
<b>毛利率(%)</b>						
科力普 (办公直销)	8.4%	7.2%	6.9%	6.7%	7.0%	7.3%
办公文具	26.3%	27.6%	27.7%	27.9%	28.1%	28.3%
书写工具	39.6%	41.9%	42.9%	45.0%	45.2%	45.4%
学生文具	32.4%	34.0%	33.9%	34.1%	34.3%	34.5%
加盟管理费		100%	100%	100.0%	100.0%	100.0%
其他文具	44.6%	44.9%	44.0%	42.0%	42.2%	42.4%
其他业务	56.7%	27.9%	46.7%	46.7%	46.7%	46.7%
<b>按业务拆分</b>						
传统业务	<b>8,495</b>	<b>9,136</b>	<b>9,326</b>	<b>9,606</b>	<b>10,182</b>	<b>10,691</b>
yoy	-4.3%	7.5%	2.1%	3.0%	6.0%	5.0%
科力普	<b>10,930</b>	<b>13,307</b>	<b>13,831</b>	<b>14,938</b>	<b>16,880</b>	<b>18,905</b>
yoy	40.7%	21.8%	3.9%	8.0%	13.0%	12.0%
生活馆 (含九木)	<b>884</b>	<b>1,335</b>	<b>1,479</b>	<b>1,627</b>	<b>1,839</b>	<b>2,059</b>
yoy	-16.1%	51.0%	10.8%	10.0%	13.0%	12.0%

资料来源: 公司公告, 中信建投

**资产负债表(百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>12,277</b>	<b>13,558</b>	<b>15,148</b>	<b>17,443</b>	<b>19,805</b>
现金	5,239	4,962	6,215	7,837	9,519
应收票据及应收账款合计	3,665	3,907	4,026	4,451	4,879
其他应收款	226	238	257	284	312
预付账款	73	91	95	105	115
存货	1,578	1,546	1,834	2,029	2,226
其他流动资产	1,495	2,814	2,721	2,738	2,754
<b>非流动资产</b>	<b>3,037</b>	<b>3,029</b>	<b>2,267</b>	<b>1,489</b>	<b>752</b>
长期投资	37	34	30	26	22
固定资产	2,035	1,939	1,366	777	172
无形资产	447	432	360	288	216
其他非流动资产	517	624	511	399	342
<b>资产总计</b>	<b>15,314</b>	<b>16,587</b>	<b>17,415</b>	<b>18,932</b>	<b>20,556</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,534</b>	<b>6,740</b>	<b>6,872</b>	<b>7,601</b>	<b>8,338</b>
短期借款	190	341	0	0	0
应付票据及应付账款合计	4,854	5,006	5,298	5,861	6,429
其他流动负债	1,490	1,392	1,573	1,740	1,908
<b>非流动负债</b>	<b>429</b>	<b>411</b>	<b>321</b>	<b>240</b>	<b>172</b>
长期借款	229	205	115	34	-34
其他非流动负债	200	206	206	206	206
<b>负债合计</b>	<b>6,963</b>	<b>7,151</b>	<b>7,193</b>	<b>7,841</b>	<b>8,509</b>
少数股东权益	518	526	608	699	799
股本	927	924	924	924	924
资本公积	373	840	840	840	840
留存收益	6,533	7,146	7,850	8,628	9,484
归属母公司股东权益	7,833	8,910	9,614	10,392	11,248
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,314</b>	<b>16,587</b>	<b>17,415</b>	<b>18,932</b>	<b>20,556</b>

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,617</b>	<b>2,289</b>	<b>2,409</b>	<b>2,487</b>	<b>2,602</b>
净利润	1,644	1,455	1,491	1,647	1,812
折旧摊销	546	553	758	774	733
财务费用	-55	-40	-5	-21	-30
投资损失	4	0	1	1	1
营运资金变动	413	260	135	57	57
其他经营现金流	64	61	29	29	29
<b>投资活动现金流</b>	<b>30</b>	<b>-1,575</b>	<b>-26</b>	<b>-26</b>	<b>-26</b>
资本支出	220	323	0	0	0
长期投资	184	-1,263	0	0	0
其他投资现金流	-374	-635	-26	-26	-26
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-771</b>	<b>-699</b>	<b>-1,131</b>	<b>-839</b>	<b>-894</b>
短期借款	1	151	-341	0	0
长期借款	84	-24	-90	-81	-68
其他筹资现金流	-856	-826	-700	-757	-826
<b>现金净增加额</b>	<b>1,880</b>	<b>19</b>	<b>1,252</b>	<b>1,622</b>	<b>1,682</b>

资料来源：公司公告，中信建投

**利润表(百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>23,351</b>	<b>24,228</b>	<b>25,750</b>	<b>28,467</b>	<b>31,210</b>
营业成本	18,947	19,650	20,942	23,166	25,413
营业税金及附加	97	96	102	113	124
销售费用	1,550	1,738	1,854	2,050	2,231
管理费用	817	982	953	1,039	1,124
研发费用	178	189	211	233	256
财务费用	-55	-40	-5	-21	-30
资产减值损失	12	-13	-8	-9	-10
信用减值损失	-22	-28	-15	-17	-18
其他收益	97	132	105	105	105
公允价值变动收益	27	54	0	0	0
投资净收益	-4	0	-1	-1	-1
资产处置收益	4	0	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>1,931</b>	<b>1,759</b>	<b>1,775</b>	<b>1,967</b>	<b>2,169</b>
营业外收入	60	78	69	69	69
营业外支出	11	15	13	13	13
利润总额	1,979	1,821	1,831	2,023	2,225
所得税	336	367	340	375	413
<b>净利润</b>	<b>1,644</b>	<b>1,455</b>	<b>1,491</b>	<b>1,647</b>	<b>1,812</b>
少数股东损益	117	59	82	91	100
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,527</b>	<b>1,396</b>	<b>1,409</b>	<b>1,557</b>	<b>1,712</b>
EBITDA	2,471	2,335	2,584	2,776	2,928
EPS (元)	1.66	1.52	1.53	1.69	1.86

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	16.8	3.8	6.3	10.6	9.6
营业利润 (%)	20.0	-8.9	0.9	10.8	10.3
归属于母公司净利润 (%)	19.1	-8.6	0.9	10.5	10.0
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	18.9	18.9	18.7	18.6	18.6
净利率 (%)	6.5	5.8	5.5	5.5	5.5
ROE (%)	19.5	15.7	14.7	15.0	15.2
ROIC (%)	33.4	29.8	29.6	38.5	49.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	45.5	43.1	41.3	41.4	41.4
净负债比率 (%)	-57.7	-46.8	-59.7	-70.4	-79.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.52	1.46	1.48	1.50	1.52
应收账款周转率	6.44	6.23	6.45	6.45	6.45
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.66	1.52	1.53	1.69	1.86
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.84	2.49	2.62	2.70	2.83
每股净资产 (最新摊薄)	8.51	9.67	10.44	11.28	12.21
<b>估值比率</b>					
P/E	18.4	20.2	20.0	18.1	16.4
P/B	3.6	3.2	2.9	2.7	2.5

## 分析师介绍

### 叶乐

中信建投证券纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺织服装行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺织服装第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺织服装、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

### 张舒怡

轻工纺织服装及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，2023年加入中信建投证券研究发展部，专注于造纸包装、出口链、黄金珠宝、潮玩个护、纺织制造等消费服务产业研究。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话:(8610) 56135088  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

**中信建投(国际)**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk