



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 09 月 16 日

#### 基础数据

|                 |        |
|-----------------|--------|
| 09 月 12 日收盘价（元） | 10.38  |
| 总市值（亿元）         | 342.47 |
| 总股本（亿股）         | 32.99  |

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】航天电子：电线电缆业务剥离影响合并收入，子公司航天飞鸿营收大幅增加-2025.05.15

【兴证军工】航天电子：航天电子深度报告：无人智能作战先锋，航天电子装备龙头-2025.03.19

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

航天电子(600879.SH)

## 军品收入同比小幅增长，无人产品海外需求旺盛

#### 投资要点：

- **公司发布 2025 年半年报：**2025 年上半年实现营收 58.22 亿元，同比减少 24.51%，由于航天产品本报告期交付比上年同期下降，导致航天产品收入较上年同期有所减少；实现归母净利润 1.74 亿元，同比减少 30.37%；扣非后归母净利润 1.51 亿元，同比减少 18.90%；基本每股收益 0.05 元，同比减少 30.26%。毛利率为 20.51%，同比增长 1.07pct；净利率为 2.98%，同比减少 0.25pct。
- **2025Q2，**公司实现营收 41.21 亿元，同比增长 5.73%，环比增长 142.38%；实现归母净利润 1.44 亿元，同比增长 35.25%，环比增长 384.47%。
- **2025 年上半年，**公司军品实现收入 57.83 亿元，同比增长 0.65%，毛利率为 20.42%，同比减少 1.71pct；民品实现收入 0.23 亿元，同比减少 98.82%，毛利率为 34.50%，同比增长 23.53pct。
- **无人产品海外需求旺盛，航天飞鸿 25H1 受到交付节奏及参股公司航天飞鹏影响。**子公司航天飞鸿实现营收 1.50 亿元，净利润为-7985.66 万元，净利率为-53.06%，公司无人系统产品在海外持续保持旺盛需求，多个国家采购项目正在积极洽谈，公司无人系统海外业务正努力由“单一合作”向“长期共建”转变。
- **重庆航天公司和航天飞腾公司拟增资扩股，飞鸿测试公司拟投资建设达茂旗一期项目。**公司全资子公司重庆航天公司拟引入 1 名战略投资者进行增资扩股，融资金额 2.30 亿元，释放股权不超过 29.39%。公司控股子公司航天飞鸿公司之控股子公司北京航天飞腾公司拟引入 1 名战略投资者，融资金额 4950 万元，释放股权不超过 7.683%。航天飞鸿公司之控股子公司飞鸿测试公司拟投资 2.00 亿元建设达茂旗基地一期项目。
- **截至 2025 年上半年末，**公司合同负债 17.93 亿元，较 2024 年末减少 5.49%，同比减少 2.82%。公司存货 222.66 亿元，较 2024 年末增长 9.98%，同比增长 5.82%，其中，原材料 37.67 亿元，较 2024 年末增长 6.95%，同比增长 7.00%；在产品 179.97 亿元，较 2024 年末增长 11.26%，同比增长 8.86%；库存商品 4.86 亿元，较 2024 年末减少 10.80%，同比减少 50.05%。
- **我们调整盈利预测，**预计公司 2025-2027 年归母净利润为 7.12/8.71/10.51 亿元，PE 为 48.1/39.3/32.6 倍（对应 2025 年 9 月 12 日收盘价），维持“增持”评级。
- **风险提示：**竞争加剧风险；采购成本升高风险；研发进度不及预期风险。

#### 主要财务指标

| 会计年度       | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元） | 14280  | 14409 | 16570 | 19056 |
| 同比增长       | -23.7% | 0.9%  | 15.0% | 15.0% |
| 归母净利润（百万元） | 548    | 712   | 871   | 1051  |
| 同比增长       | 4.4%   | 30.0% | 22.2% | 20.7% |
| 毛利率        | 21.0%  | 20.2% | 21.5% | 21.8% |
| ROE        | 2.7%   | 3.4%  | 4.0%  | 4.7%  |
| 每股收益（元）    | 0.17   | 0.22  | 0.26  | 0.32  |
| 市盈率        | 62.5   | 48.1  | 39.3  | 32.6  |

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 2025 年半年报：2025 年上半年实现营收 58.22 亿元，同比减少 24.51%，由于航天产品本报告期交付比上年同期下降，导致航天产品收入较上年同期有所减少；实现归母净利润 1.74 亿元，同比减少 30.37%；扣非后归母净利润 1.51 亿元，同比减少 18.90%；基本每股收益 0.05 元，同比减少 30.26%。2025 年上半年，公司非经常性损益 2317.33 万元，同比减少 63.71%。

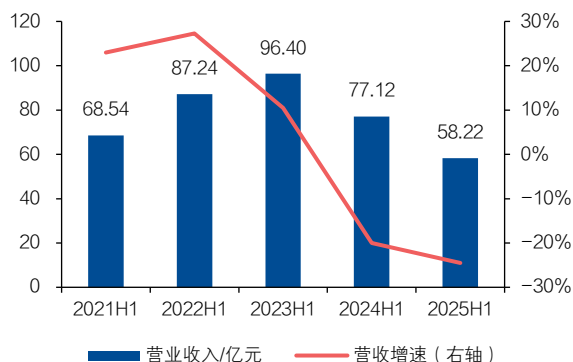
## 点评

- 25Q2 收入利润实现大幅环比增长

公司发布 2025 年半年报：2025 年上半年实现营收 58.22 亿元，同比减少 24.51%，由于航天产品本报告期交付比上年同期下降，导致航天产品收入较上年同期有所减少；实现归母净利润 1.74 亿元，同比减少 30.37%；扣非后归母净利润 1.51 亿元，同比减少 18.90%；基本每股收益 0.05 元，同比减少 30.26%。2025 年上半年，公司非经常性损益 2317.33 万元，同比减少 63.71%。

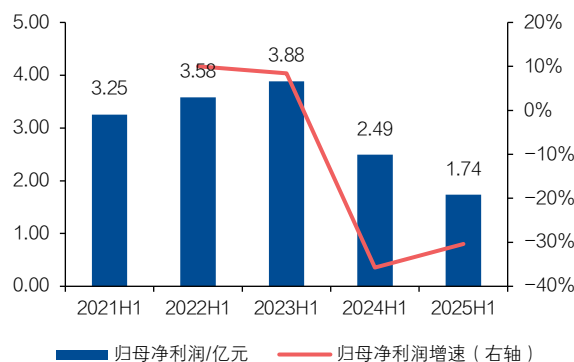
2025Q2，公司实现营收 41.21 亿元，同比增长 5.73%，环比增长 142.38%；实现归母净利润 1.44 亿元，同比增长 35.25%，环比增长 384.47%。

图1、2021H1-2025H1 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、2021H1-2025H1 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 | 18.24   | 36.85   | 21.09%       | 1.66       | 27.27%        |
|      | Q2 | 16.10   | 50.39   | 28.83%       | 1.92       | 31.38%        |
|      | Q3 | 23.79   | 35.63   | 20.39%       | 1.47       | 24.01%        |
|      | Q4 | 21.16   | 51.88   | 29.69%       | 1.06       | 17.33%        |
| 2023 | Q1 | 18.34   | 44.61   | 23.82%       | 1.82       | 34.68%        |

|      |    |       |       |        |       |        |
|------|----|-------|-------|--------|-------|--------|
|      | Q2 | 17.02 | 51.79 | 27.65% | 2.06  | 39.29% |
|      | Q3 | 25.65 | 33.19 | 17.72% | 1.24  | 23.72% |
|      | Q4 | 21.74 | 57.69 | 30.80% | 0.12  | 2.31%  |
| 2024 | Q1 | 19.15 | 38.14 | 26.71% | 1.43  | 26.09% |
|      | Q2 | 19.73 | 38.98 | 27.29% | 1.06  | 19.42% |
|      | Q3 | 39.78 | 15.22 | 10.66% | 3.12  | 57.00% |
|      | Q4 | 17.68 | 50.47 | 35.34% | -0.14 | -2.51% |
| 2025 | Q1 | 26.61 | 17.00 | -      | 0.30  | -      |
|      | Q2 | 17.99 | 41.21 | -      | 1.44  | -      |

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2025 年上半年，公司毛利率为 20.51%，同比增长 1.07pct；净利率为 2.98%，同比减少 0.25pct；加权平均净资产收益率为 0.84%，同比减少 0.39pct。2025Q2，公司毛利率为 17.99%，同比减少 1.73pct，环比减少 8.62pct，净利率为 3.49%，同比增 0.76pct，环比增长 1.75pct。

### ● 军品收入同比基本稳定，民品收入受航天电工出表影响同比下降较多

2025 年上半年，公司军品实现收入 57.83 亿元，同比增长 0.65%，毛利率为 20.42%，同比减少 1.71pct；民品实现收入 0.23 亿元，同比减少 98.82%，毛利率为 34.50%，同比增长 23.53pct。

### ● 无人产品海外需求旺盛，航天飞鸿受到交付节奏及参股公司航天飞鹏影响

分子公司看，2025 年上半年，

子公司航天长征实现营收 13.68 亿元，同比减少 9.36%，净利润为 5338.94 万元，同比减少 17.03%，净利率为 3.90%，同比减少 0.36pct；

子公司杭州航天实现营收 2.55 亿元，同比增长 43.99%，净利润为 3271.23 万元，同比减少 3.05%，净利率为 12.82%，同比减少 6.22pct；

子公司时代民芯实现营收 3.66 亿元，同比减少 15.77%，净利润为 4041.18 万元，同比增长 11.20%，净利率为 11.03%，同比增长 2.67pct；

子公司航天光华实现营收 7.91 亿元，同比增长 6.12%，净利润为 3322.44 万元，同比减少 9.31%，净利率为 4.20%，同比减少 0.71pct；

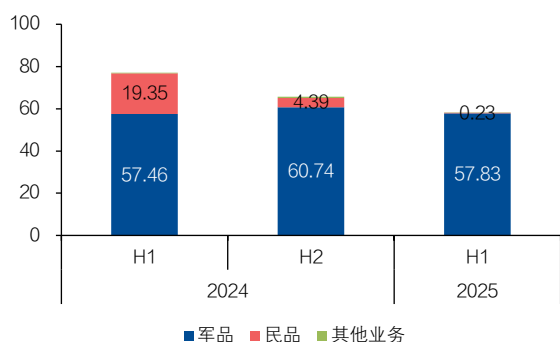
子公司上海航天实现营收 2.80 亿元，净利润为 2212.26 万元，净利率为 7.90%；

子公司郑州航天实现营收 2.85 亿元，净利润为 2056.89 万元，净利率为 7.21%；

子公司重庆航天实现营收 2.34 亿元，净利润为 1561.91 万元，净利率为 6.68%；

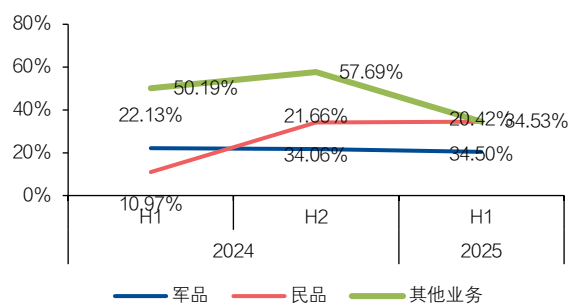
子公司时代光电实现营收 8.28 亿元，净利润为 5879.40 万元，净利率为 7.10%；  
子公司航天精密实现营收 3.24 亿元，净利润为 2960.70 万元，净利率为 9.15%；  
子公司航天飞鸿实现营收 1.50 亿元，净利润为-7985.66 万元，净利率为-53.06%，  
公司无人系统产品在海外持续保持旺盛需求，多个国家采购项目正在积极洽谈，  
公司无人系统海外业务正努力由“单一合作”向“长期共建”转变。2025 年上半年航  
天飞鸿利润亏损，较上年同期降幅较大，主要是两方面原因：一是航天飞鸿出口  
业务上半年收入确认较少，目前产品未达到交付节点，下半年开始陆续交付；二  
是参股公司航天飞鹏公司上半年亏损，导致航天飞鸿投资收益减少。

图3、2024H1-2025H1 分产品营收



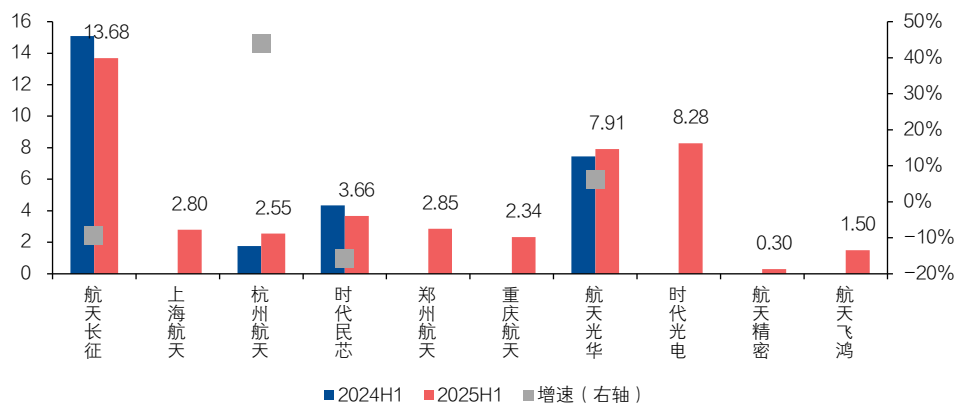
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2024H1-2025H1 分产品净利率



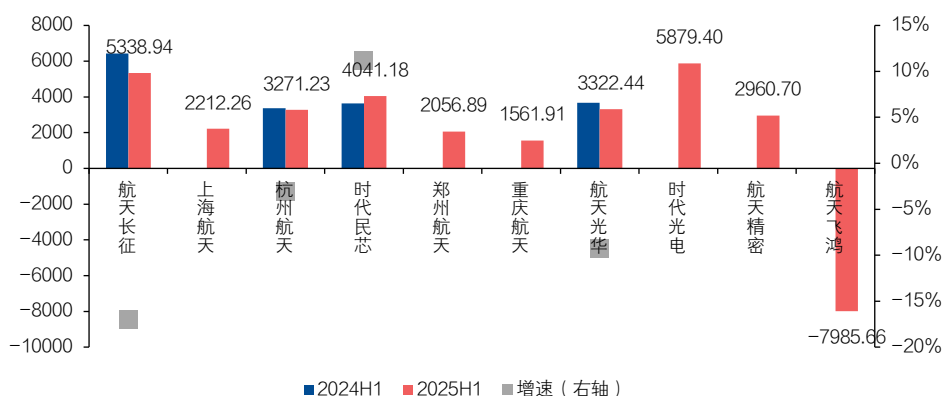
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、主要子公司主营业务收入(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6、主要子公司归母净利润(万元)及增速

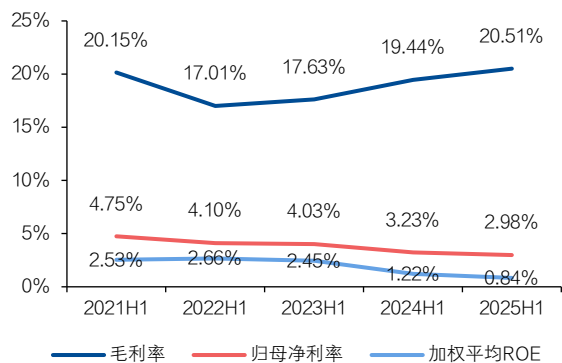


数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 期间费用率基本稳定

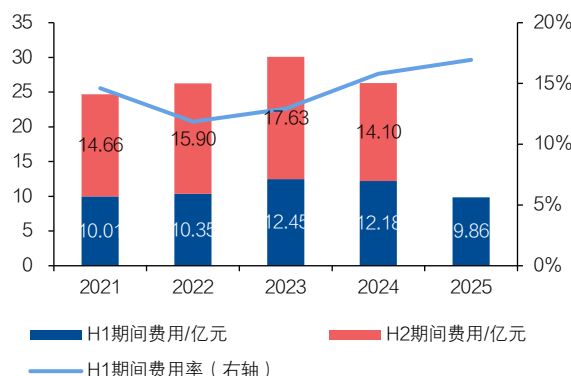
2025 年上半年，公司期间费用总额 9.86 亿元，同比减少 19.04%，期间费用占营收比重 16.94%，同比增长 1.14pct；其中，销售费用 1.08 亿元，同比减少 41.17%，占营业收入的 1.85%，同比减少 0.52pct，主要是报告期内职工薪酬、业务费减少所致；管理费用 5.44 亿元，同比减少 6.70%，占营业收入的 9.34%，同比增长 1.78pct；财务费用 0.57 亿元，同比减少 16.16%，占营业收入的 0.98%，同比增长 0.10pct，主要是报告期内借款利息减少所致；研发费用 2.78 亿元，同比减少 27.71%，占营业收入的 4.78%，同比减少 0.21pct，主要是报告期内自筹研发项目减少所致。

图7、2021H1-2025H1 毛利率、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8、2021H1-2025H1 期间费用及 H1 期间费用率

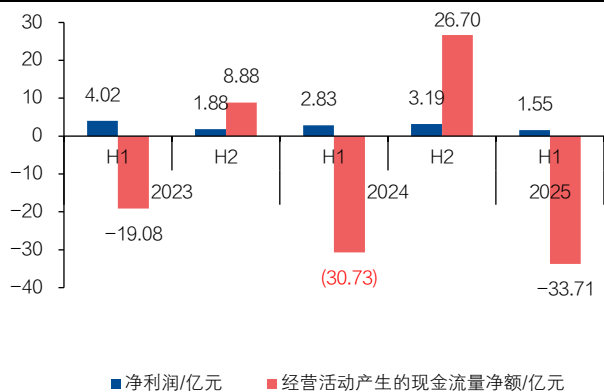


数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2025 年上半年，公司经营活动现金流量净额-33.71 亿元，去年同期-30.73 亿元，同比减少 2.98 亿元，主要是报告期内销售商品收到的现金减少所致；投资活动现金流量净额 1.59 亿元，同比减少 76.78%，主要是报告期内定期银行存款减少所

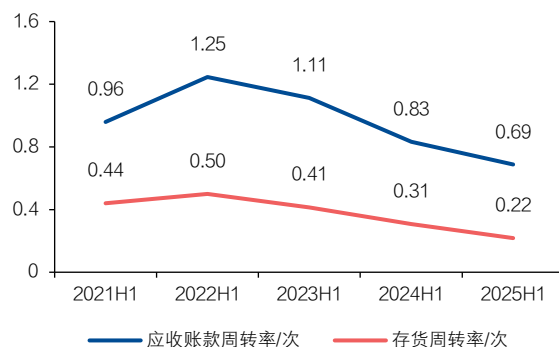
致；筹资活动现金流量净额 6.66 亿元，同比减少 72.63%，主要是报告期内偿还债务支付的现金减少所致。

图9、2023-2025H1 净利润及经营活动产生的现金流量净额



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、2021H1-2025H1 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

### ● 受回款全年不均衡影响，应收账款较年初增长较多

截至 2025 年上半年末，公司应收账款 99.36 亿元，较 2024 年末增长 42.07%，同比减少 5.48%，主要是销售回款全年不均衡所致，应收账款周转率 0.69 次，同比减少 0.14 次；应收票据 4.32 亿元，较 2024 年末减少 48.73%，主要是票据结算业务减少所致。

截至 2025 年上半年末，公司合同负债 17.93 亿元，较 2024 年末减少 5.49%，同比减少 2.82%。

截至 2025 年上半年末，公司存货 222.66 亿元，较 2024 年末增长 9.98%，同比增长 5.82%，存货周转率 0.22 次，同比减少 0.09 次。其中，原材料 37.67 亿元，较 2024 年末增长 6.95%，同比增长 7.00%；在产品 179.97 亿元，较 2024 年末增长 11.26%，同比增长 8.86%；库存商品 4.86 亿元，较 2024 年末减少 10.80%，同比减少 50.05%。

### ● 重庆航天公司和航天飞腾公司拟增资扩股

为满足智能制造生产线建设、研发投入等资金需求，公司全资子公司重庆航天火箭电子技术有限公司（简称“重庆航天公司”）拟在北京产权交易所公开挂牌引入 1 名战略投资者进行增资扩股，融资金额 2.30 亿元，释放股权不超过 29.39%，公司及子公司不参与本次股权融资。重庆航天公司主要业务为遥测遥控、无人机数据链、卫星通信等设备和系统的研发、生产，2022-2024 年营收/净利润分别为 4.58/0.30 亿元，5.28/0.36 亿元和 5.43/0.31 亿元。

为进一步提升市场竞争力，推进相关产品产业化发展，公司控股子公司航天飞鸿公司之控股子公司北京航天飞腾装备技术有限责任公司拟在北京产权交易所公开挂牌方式引入 1 名战略投资者，融资金额 4950 万元，释放股权不超过 7.683%；航天飞鸿公司作为控股股东，不放弃优先认购权，拟参与本次股权融资；航天飞腾公司主要从事智能精确系统研发、设计、生产和销售，2022-2024 年营收/净利润分别为 1.94/0.15 亿元，5.63/0.18 亿元和 4.02/0.20 亿元。

#### ● 飞鸿测试公司拟投资建设达茂旗基地一期项目

公司控股子公司航天飞鸿公司之控股子公司航天时代飞鸿测试技术有限公司（下称“飞鸿测试公司”）为提升无人智能系统试验和低空技术验证试验能力，拟投资 2.00 亿元建设无人智能系统研练基地（一期）项目（以下简称“达茂旗基地一期项目”）。

飞鸿测试公司自成立以来，在无人机试验基地共保障了 12000 余架次外场飞行，共培训 3600 余人，并先后与 5 所高校协作，签订研学实践协议，开展研教结合活动，试验基地发展势头良好。

#### ● 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 7.12/8.71/10.51 亿元，PE 为 48.1/39.3/32.6 倍（对应 2025 年 9 月 12 日收盘价），维持“增持”评级。

#### ● 风险提示

竞争加剧风险；采购成本升高风险；研发进度不及预期风险。

## 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>38561</b> | <b>39081</b> | <b>43031</b> | <b>45747</b> |
| 货币资金           | 5014         | 5404         | 5860         | 3337         |
| 交易性金融资产        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收票据及应收账款      | 7836         | 7187         | 8327         | 9544         |
| 预付款项           | 4048         | 3396         | 3640         | 4172         |
| 存货             | 20245        | 21702        | 23427        | 26823        |
| 其他             | 1418         | 1393         | 1777         | 1872         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>7694</b>  | <b>7486</b>  | <b>7316</b>  | <b>7131</b>  |
| 长期股权投资         | 982          | 1005         | 997          | 1000         |
| 固定资产           | 3886         | 3697         | 3550         | 3342         |
| 在建工程           | 852          | 877          | 867          | 877          |
| 无形资产           | 862          | 845          | 835          | 827          |
| 商誉             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 1113         | 1062         | 1067         | 1084         |
| <b>资产总计</b>    | <b>46254</b> | <b>46567</b> | <b>50347</b> | <b>52878</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>21427</b> | <b>21102</b> | <b>24140</b> | <b>25789</b> |
| 短期借款           | 3921         | 4221         | 4321         | 4421         |
| 应付票据及应付账款      | 12779        | 12416        | 14793        | 16527        |
| 其他             | 4727         | 4465         | 5027         | 4840         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>700</b>   | <b>734</b>   | <b>784</b>   | <b>834</b>   |
| 长期借款           | 0            | 50           | 100          | 150          |
| 其他             | 700          | 684          | 684          | 684          |
| <b>负债合计</b>    | <b>22127</b> | <b>21835</b> | <b>24924</b> | <b>26623</b> |
| 股本             | 3299         | 3299         | 3299         | 3299         |
| 未分配利润          | 6748         | 7139         | 7617         | 8194         |
| 少数股东权益         | 3448         | 3517         | 3599         | 3696         |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>24127</b> | <b>24732</b> | <b>25423</b> | <b>26255</b> |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>46254</b> | <b>46567</b> | <b>50347</b> | <b>52878</b> |

## 现金流量表

单位：百万元

| 会计年度              | 2024A       | 2025E       | 2026E       | 2027E        |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 归母净利润             | 548         | 712         | 871         | 1051         |
| 折旧和摊销             | 745         | 489         | 516         | 539          |
| 营运资金的变动           | -1676       | -701        | -612        | -3767        |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>-403</b> | <b>813</b>  | <b>1244</b> | <b>-1657</b> |
| 资本支出              | -639        | -301        | -353        | -339         |
| 长期投资              | 615         | -37         | 12          | -4           |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-3</b>   | <b>-173</b> | <b>-351</b> | <b>-363</b>  |
| 债权融资              | 1566        | 235         | 150         | 150          |
| 股权融资              | 0           | 0           | 0           | 0            |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>915</b>  | <b>-251</b> | <b>-437</b> | <b>-503</b>  |
| 现金净变动             | 510         | 390         | 456         | -2523        |

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>14280</b> | <b>14409</b> | <b>16570</b> | <b>19056</b> |
| 营业成本            | 11284        | 11500        | 13000        | 14900        |
| 税金及附加           | 78           | 62           | 63           | 80           |
| 销售费用            | 301          | 303          | 348          | 381          |
| 管理费用            | 1281         | 1023         | 1193         | 1372         |
| 研发费用            | 881          | 764          | 862          | 991          |
| 财务费用            | 166          | 153          | 229          | 256          |
| 投资收益            | 307          | 115          | 0            | 0            |
| 公允价值变动收益        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 信用减值损失          | -36          | -28          | -32          | -41          |
| 资产减值损失          | -17          | -20          | -25          | -35          |
| <b>营业利润</b>     | <b>674</b>   | <b>815</b>   | <b>992</b>   | <b>1200</b>  |
| 营业外收支           | -23          | -1           | -5           | -10          |
| <b>利润总额</b>     | <b>651</b>   | <b>814</b>   | <b>987</b>   | <b>1190</b>  |
| 所得税             | 49           | 33           | 35           | 42           |
| 净利润             | 602          | 781          | 953          | 1148         |
| 少数股东损益          | 54           | 69           | 82           | 98           |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>548</b>   | <b>712</b>   | <b>871</b>   | <b>1051</b>  |
| <b>EPS(元)</b>   | <b>0.17</b>  | <b>0.22</b>  | <b>0.26</b>  | <b>0.32</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       | -23.7% | 0.9%  | 15.0% | 15.0% |
| 营业利润增长率        | 14.5%  | 20.9% | 21.8% | 20.9% |
| 归母净利润增长率       | 4.4%   | 30.0% | 22.2% | 20.7% |
| <b>盈利能力</b>    |        |       |       |       |
| 毛利率            | 21.0%  | 20.2% | 21.5% | 21.8% |
| 归母净利率          | 3.8%   | 4.9%  | 5.3%  | 5.5%  |
| ROE            | 2.7%   | 3.4%  | 4.0%  | 4.7%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |       |       |       |
| 资产负债率          | 47.8%  | 46.9% | 49.5% | 50.3% |
| 流动比率           | 1.80   | 1.85  | 1.78  | 1.77  |
| 速动比率           | 0.61   | 0.61  | 0.61  | 0.53  |
| <b>营运能力</b>    |        |       |       |       |
| 资产周转率          | 30.8%  | 31.0% | 34.2% | 36.9% |
| <b>每股资料(元)</b> |        |       |       |       |
| 每股收益           | 0.17   | 0.22  | 0.26  | 0.32  |
| 每股经营现金         | -0.12  | 0.25  | 0.38  | -0.50 |
| <b>估值比率(倍)</b> |        |       |       |       |
| PE             | 62.5   | 48.1  | 39.3  | 32.6  |
| PB             | 1.7    | 1.6   | 1.6   | 1.5   |

## 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](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： <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> |