

扬农化工（600486.SH） 业绩符合预期，看好辽宁优创项目放量

2025 年 10 月 28 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

金益騰 (分析师)

徐正凤（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

xuzhengfeng@kysec.cn

证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790524070005

日期 2025/10/27

当前股价(元) 65.02

一年最高最低(元)	79.19/47.33
-----------	-------------

总市值(亿元)	263.59
---------	--------

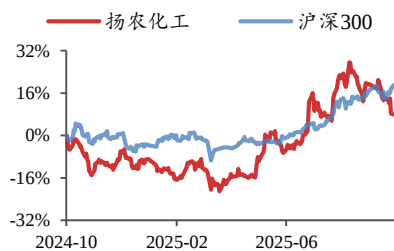
流通市值(亿元)	262.67
----------	--------

总股本(亿股)	4.05
---------	------

流通股本(亿股)	4.04
----------	------

近3个月换手率(%)	54.38
------------	-------

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《业绩符合预期，辽宁优创快速投产、
成长动力充足—公司信息更新报告》
-2025.8.22

《产销高增，盈利改善，彰显龙头本色—公司信息更新报告》-2025.4.29

《量升价跌致盈利承压，葫芦岛项目快速推进—公司信息更新报告》
-2025.3.26

● O3 业绩符合预期，多数主营产品价格仍承压，看好辽宁优创项目放量

公司发布 2025 年三季报，前三季度实现营收 91.56 亿元，同比+14.2%；归母净利润 10.55 亿元，同比+2.9%；扣非净利润 10.44 亿元，同比+5.8%。其中 Q3 实现营收 29.23 亿元，同比+26.1%、环比-2.3%；归母净利润 3.25 亿元，同比-5%、环比-32.7%；扣非净利润 2.48 亿元，同比-0.5%、环比-32.2%，Q3 业绩同环比承压主要受产品价格拖累，考虑四季度为农药需求淡季且公司多数主营产品价格延续下跌，我们下调 2025 年、维持 2026-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 12.65 (-1.45)、16.00、18.23 亿元，对应 EPS 为 3.12、3.95、4.50 元/股，当前股价对应 PE 为 20.8、16.5、14.5 倍。我们看好公司深化提质增效，随着辽宁优创项目有序推进，中长期成长确定性强，维持“买入”评级。

● 2025Q3 原药、制剂平均售价同比上涨，盈利能力有所承压

(1) 分业务看，2025 年 1-9 月，公司原药、制剂（不折百）销量 8.63、3.32 万吨，同比+13.5%、-3.1%；营收 54.09、13.23 亿元，同比+12.2%、-4.6%；不含税均价为 6.27、3.98 万元/吨，同比-1.1%、-1.6%；Q3 单季度原药同比量价齐升、环比量升价跌，制剂同环比均价升量跌。**(2) 盈利能力方面**，2025 年前三季度公司销售毛利率、净利率为 22.35%、11.53%，同比分别-1.67、-1.27pcts；2025Q3 销售毛利率、净利率为 19.61%、8.54%，环比分别-2.94、-3.86pcts，盈利能力有所承压。截至 10 月 26 日，中农立华原药价格指数报 74.92 点，同比上涨 1.12%，环比 9 月上涨 0.11%。跟踪的上百个产品中，同比 70% 产品下跌；环比 9 月 69% 产品持平，5% 产品上涨。据 Wind 和百川盈孚数据，2025Q4 以来，公司主营的联苯菊酯、功夫菊酯、硝磺草酮、吡唑醚菌酯等价格环比下跌，草甘膦、多菌灵等价格环比上涨。我们认为，当前多数农药产品供需失衡、价格仍处于底部，公司依托多产快销、降本增效，经营业绩稳中有进，同时高效推进辽宁优创一阶段项目生产调试、快速投产见效，彰显农化龙头本色，中长期成长动力充足。

● **风险提示：**项目进展不及预期、农药价格下跌、安全环保风险、汇率波动等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,478	10,435	11,363	12,889	14,224
YOY(%)	-27.4	-9.1	8.9	13.4	10.4
归母净利润(百万元)	1,565	1,202	1,265	1,600	1,823
YOY(%)	-12.8	-23.2	5.2	26.5	13.9
毛利率(%)	25.6	23.1	22.6	24.3	24.7
净利率(%)	13.6	11.5	11.1	12.4	12.8
ROE(%)	16.2	11.4	11.0	12.5	12.6
EPS(摊薄/元)	3.86	2.97	3.12	3.95	4.50
P/E(倍)	16.8	21.9	20.8	16.5	14.5
P/B(倍)	2.7	2.5	2.3	2.1	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

附表 1：2025 年前三季度：公司原药产销量同比增长，价格有所承压；制剂销量、售价同比小幅下跌

2025 年 1-9 月	产量 (万吨)	销量 (万吨)	营业收入 (亿元)	不含税售价 (万元/吨)	产量 同比	销量 同比	营收 同比	不含税售 价同比
原药	8.69	8.63	54.09	6.27	15.6%	13.5%	12.2%	-1.1%
制剂（不折百）	2.98	3.32	13.23	3.98	0.3%	-3.1%	-4.6%	-1.6%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

附表 2：2025Q3：公司原药同比量价齐升、环比量升价跌，制剂同环比均价升量跌

2025Q3	产量 (万吨)	销量 (万吨)	营业收入 (亿元)	不含税售 价（万元/ 吨）	产量 同比	销量 同比	营收 同比	不含税售 价同比	产量 环比	销量 环比	营收 环比	不含税售 价环比
原药	2.82	2.80	18.49	6.59	12.8%	13.5%	17.1%	3.1%	3.5%	5.6%	-5.2%	-10.2%
制剂（不折百）	1.24	1.27	3.00	2.36	-24.0%	-17.6%	-16.9%	0.8%	-65.3%	-59.7%	-49.1%	26.5%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

附表 3：2025Q4 以来，公司主营的联苯菊酯、功夫菊酯、硝磺草酮、吡唑醚菌酯等价格环比有所下跌

市场价格 (万元/吨)	联苯 菊酯	功夫 菊酯	氟氧菊 酯	氟氧氟 菊酯 94%	氟戊菊 酯93%	甲氧菊 酯折百	吡虫啉	草甘膦	麦草畏	硝磺草 酮97%	烯草酮	吡唑醚 菌酯	丙环唑	氟啶胺	甲基硫 菌灵	多菌灵	氟环唑
2020Q1	23.97	22.36	8.56	32.00	12.00	13.50	12.66	2.10	8.26	22.25	13.00	20.75	12.00	32.00	3.47	3.55	82.00
2020Q2	21.40	21.10	8.59	32.00	12.00	13.50	11.51	2.08	8.08	22.20	13.13	18.91	11.05	32.00	3.53	3.54	78.23
2020Q3	19.37	19.76	8.66	32.00	12.00	13.50	9.41	2.22	7.77	19.36	12.98	17.57	9.47	32.00	3.50	3.50	70.15
2020Q4	19.06	17.38	8.75	32.00		13.50	9.39	2.53	7.60	17.48	9.34	15.89	9.49	28.90	3.66	3.50	50.00
2021Q1	20.66	19.17	8.75	32.00	12.00	13.50	10.74	2.95	7.60	16.50	10.08	15.67	11.87	26.66	4.41	4.00	46.15
2021Q2	21.85	19.50	8.83	32.00	12.00	13.50	12.81	4.05	7.53	16.27	10.15	15.50	13.05	25.96	4.31	4.14	39.38
2021Q3	24.16	20.15	8.88	32.00	12.00	13.50	14.99	5.27	7.35	14.75	10.80	15.50	15.16	25.00	3.95	3.88	37.82
2021Q4	35.60	28.42	9.82	30.26	15.18	16.68	23.10	7.90	7.73	18.54	18.89	25.34	24.02	32.11	4.59	4.68	56.67
2022Q1	33.97	24.09	9.20	28.00	16.10	18.00	18.86	7.39	7.68	17.50	21.02	26.23	22.82	29.08	4.93	4.93	49.31
2022Q2	29.55	21.08	8.74	28.00	14.68	17.79	15.77	6.40	7.50	14.47	16.16	24.46	18.14	27.36	4.53	4.55	47.00
2022Q3	27.72	20.46	8.79	28.00	14.50	17.50	15.83	6.09	7.50	13.55	15.55	25.31	18.45	25.45	4.34	4.43	46.73
2022Q4	26.41	19.64	8.82	28.00	14.50	17.40	15.17	5.24	7.50	12.48	16.05	29.05	18.29	25.00	4.23	4.19	45.85
2023Q1	22.91	17.72	8.21	28.00	14.50	17.00	12.50	4.33	7.36	11.79	12.90	26.20	17.09	24.71	4.25	4.15	45.02
2023Q2	17.54	13.79	6.92	28.00	14.07	17.00	9.35	2.78	6.87	11.00	8.61	21.51	13.21	20.77	4.11	4.03	44.35
2023Q3	16.11	12.75	6.09	28.00	13.00	17.00	9.03	3.24	6.70	10.64	7.36	18.26	10.75	19.00	3.90	3.90	42.50
2023Q4	15.39	12.33	6.38	28.00	13.00	17.00	9.18	2.79	6.48	10.07	6.93	17.29	9.22	19.00	3.92	3.81	39.73
2024Q1	14.44	11.45	5.60	28.00	13.00	17.00	8.57	2.54	6.15	10.00	6.73	16.07	8.43	19.00	3.87	3.54	35.73
2024Q2	13.36	10.71	6.10	28.00	13.26	15.67	7.84	2.56	6.05	10.00	6.62	16.74	7.84	17.29	3.80	3.41	33.08
2024Q3	12.95	10.50	6.50	28.00	13.35	15.40	7.40	2.48	5.82	8.80	6.74	16.33	7.57	15.38	3.66	3.32	31.65
2024Q4	12.86	10.70	6.50	28.00	13.27	15.12	7.30	2.44	5.80	8.60	7.38	16.00	7.63	15.20	3.50	3.28	30.46
2025Q1	12.81	10.91	6.72	28.00	13.02	14.58	7.14	2.33	5.78	8.60	7.70	15.84	7.44	14.87	3.43	3.33	27.61
2025Q2	12.97	11.13	7.50	28.00	12.97	14.54	6.83	2.32	5.40	8.60	11.33	15.68	7.28	14.50	3.27	3.63	26.82
2025Q3	12.75	10.67	7.50	28.00	12.43	14.40	6.68	2.65	5.40	8.38	12.37	15.05	6.71	13.93	3.20	3.52	26.06

市场价格 (万元/吨)	联苯菊酯	功夫菊酯	氯氟菊酯	氟氯菊酯 94%	氟戊菊酯93%	甲氧菊酯折百	吡虫啉	草甘膦	麦草畏	硝磺草酮97%	烯草酮	吡唑醚菌酯	丙环唑	氟啶胺	甲基硫菌灵	多菌灵	氟环唑
2025Q4	12.65	10.65	7.50	28.00	12.40	14.40	6.70	2.75	5.40	8.30	10.78	14.70	6.70	13.00	3.20	3.64	25.58
2020Y	20.94	20.04	8.64	32.00	12.00	13.50	10.73	2.23	7.92	19.75	12.02	18.03	10.35	31.14	3.55	3.52	72.17
2021Y	25.60	21.83	9.07	31.56	12.80	14.30	15.44	5.06	7.55	16.52	12.50	18.02	16.06	27.44	4.31	4.18	44.87
2022Y	29.39	21.30	8.88	28.00	14.94	17.67	16.40	6.27	7.54	14.48	17.18	26.27	19.41	26.71	4.50	4.52	47.22
2023Y	17.96	14.13	6.89	28.00	13.64	17.00	10.00	3.29	6.85	10.87	8.93	20.78	12.54	20.85	4.05	3.97	42.83
2024Y	13.40	10.84	6.18	28.00	13.22	15.80	7.78	2.51	5.96	9.35	6.87	16.29	7.87	16.71	3.70	3.39	32.73
2025Y	12.83	10.85	7.27	28.00	12.75	14.49	6.86	2.47	5.51	8.51	10.72	15.43	7.08	14.30	3.29	3.50	26.71
2025-10-27	12.65	10.65	7.50	28.00	12.40	14.40	6.70	2.73	5.40	8.30	10.50	14.70	6.70	13.00	3.20	3.70	25.20
历史分位	0.0%	7.0%	33.1%	0.0%	30.2%	30.2%	1.4%	49.3%	0.0%	0.0%	49.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	46.3%	0.0%
较 2025年初	-1.2%	-1.4%	15.4%	0.0%	-6.1%	-3.4%	-7.6%	15.6%	-6.9%	-3.5%	40.0%	-8.1%	-11.8%	-14.5%	-7.2%	13.0%	-10.0%
同比	-1.9%	1.4%	15.4%	0.0%	-7.1%	-6.5%	-8.2%	9.3%	-6.9%	-3.5%	40.0%	-8.1%	-11.8%	-14.5%	-8.6%	13.0%	-20.0%
最高价	41.00	31.00	10.50	32.00	16.50	18.00	25.00	8.03	8.25	22.25	22.00	30.00	26.00	35.00	5.00	5.00	85.00
最低价	12.65	10.50	5.60	28.00	12.00	13.50	6.55	2.03	5.40	8.30	6.60	14.70	6.70	13.00	3.20	3.28	25.20
2025Q3同比	-1.5%	1.6%	15.4%	0.0%	-6.9%	-6.5%	-9.8%	7.1%	-7.3%	-4.8%	83.6%	-7.9%	-11.3%	-9.4%	-12.5%	5.9%	-17.7%
2025Q3环比	-1.7%	-4.2%	0.0%	0.0%	-4.2%	-0.9%	-2.3%	14.5%	0.0%	-2.6%	9.2%	-4.0%	-7.8%	-3.9%	-2.0%	-3.0%	-2.8%

数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所（注 1：2025Q4 数据区间为 2025 年 10 月 1 日-10 月 27 日，2025Y 数据区间为 2025 年 1 月 1 日-10 月 27 日；注 2：氟环唑均价用周度数据计算，其他产品均价用日度数据计算。）

附表 4：2025 年 1-9 月，公司主要原材料采购价格涨跌互现

	1-9 月平均采购 价格（元/吨）	1-9 月平均采购 价格（元/吨）	价格变动情况
液碱	2,617	2,271	15.3%
液钾	2,875	2,740	4.9%
碳酸钾	6,121	5,904	3.7%
氢溴酸	12,551	10,075	24.6%
异戊二烯	9,849	8,478	16.2%
一氯甲烷	2,073	1,875	10.6%
甲醛	1,081	1,099	-1.7%
氯化亚砷	1,342	1,451	-7.5%
醋酸	2,501	3,054	-18.1%
盐酸	140	140	-0.1%
甲苯	5,406	6,479	-16.6%
硝酸	1,283	1,657	-22.6%
甲醇	2,324	2,502	-7.1%
水合肼	14,053	14,083	-0.2%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9075	7182	9251	9247	11288
现金	1763	1618	1762	2168	2945
应收票据及应收账款	2548	2594	3005	3346	3663
其他应收款	31	44	38	55	47
预付账款	201	198	237	257	288
存货	1590	1105	1848	1429	2168
其他流动资产	2942	1623	2362	1993	2177
非流动资产	6628	10483	11732	11612	11189
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4106	5612	6645	6731	6590
无形资产	641	585	587	582	582
其他非流动资产	1880	4286	4500	4299	4018
资产总计	15703	17665	20983	20859	22477
流动负债	5744	6629	6563	7223	7225
短期借款	361	1192	1000	700	600
应付票据及应付账款	3708	4463	4490	5445	5460
其他流动负债	1676	974	1073	1078	1165
非流动负债	281	493	496	496	493
长期借款	3	0	3	3	0
其他非流动负债	278	493	493	493	493
负债合计	6026	7122	7059	7719	7719
少数股东权益	6	7	8	9	10
股本	406	407	405	405	405
资本公积	746	773	773	773	773
留存收益	8594	9438	10428	11826	13448
归属母公司股东权益	9672	10536	13916	13132	14749
负债和股东权益	15703	17665	20983	20859	22477

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2395	2155	175	3915	1719
净利润	1566	1203	1266	1601	1825
折旧摊销	741	706	778	940	1050
财务费用	-58	-65	-73	53	45
投资损失	15	-3	-5	-5	-5
营运资金变动	178	216	-1819	1359	-1174
其他经营现金流	-48	97	29	-34	-23
投资活动现金流	-3545	-2193	-2041	-770	-588
资本支出	1518	1835	2027	820	628
长期投资	-2042	-415	0	0	0
其他投资现金流	15	57	-14	50	40
筹资活动现金流	-495	172	-606	-121	-355
短期借款	61	832	-192	-300	-100
长期借款	-250	-3	3	-1	-3
普通股增加	96	0	-1	0	0
资本公积增加	154	27	0	0	0
其他筹资现金流	-556	-684	-416	179	-252
现金净增加额	-1633	147	-2473	3023	777

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11478	10435	11363	12889	14224
营业成本	8539	8023	8791	9755	10708
营业税金及附加	47	35	40	45	50
营业费用	230	232	250	284	299
管理费用	517	468	489	531	586
研发费用	418	358	384	436	464
财务费用	-58	-65	-73	53	45
资产减值损失	-24	-59	-11	-13	-14
其他收益	27	65	25	55	50
公允价值变动收益	3	-3	-24	40	30
投资净收益	-15	3	5	5	5
资产处置收益	5	16	5	5	5
营业利润	1869	1413	1495	1892	2165
营业外收入	2	5	4	4	4
营业外支出	5	12	9	10	9
利润总额	1866	1406	1490	1886	2159
所得税	300	203	225	285	335
净利润	1566	1203	1266	1601	1825
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属母公司净利润	1565	1202	1265	1600	1823
EBITDA	2576	2136	2275	2802	3113
EPS(元)	3.86	2.97	3.12	3.95	4.50

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-27.4	-9.1	8.9	13.4	10.4
营业利润(%)	-12.9	-24.4	5.8	26.5	14.4
归属于母公司净利润(%)	-12.8	-23.2	5.2	26.5	13.9
获利能力					
毛利率(%)	25.6	23.1	22.6	24.3	24.7
净利率(%)	13.6	11.5	11.1	12.4	12.8
ROE(%)	16.2	11.4	11.0	12.5	12.6
ROIC(%)	14.8	10.2	9.9	11.4	11.3
偿债能力					
资产负债率(%)	38.4	40.3	33.6	37.0	34.3
净负债比率(%)	-10.9	-1.2	-3.9	-9.0	-14.1
流动比率	1.6	1.1	1.4	1.3	1.6
速动比率	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	5.0	5.5	5.5	5.5	5.5
应付账款周转率	4.8	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.86	2.97	3.12	3.95	4.50
每股经营现金流(最新摊薄)	5.91	5.32	0.43	9.66	4.24
每股净资产(最新摊薄)	23.86	25.99	28.43	31.69	35.69
估值比率					
P/E	16.8	21.9	20.8	16.5	14.5
P/B	2.7	2.5	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	9.8	12.3	11.4	9.0	7.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn