

江南新材（603124）

铜基材料龙头，PCB+液冷双轮驱动

概况：产品铜球、氧化铜粉、铜基散热片，主要下游 PCB、服务器液冷

江南新材专注于铜基材料的研发与制造，核心产品包括铜球、氧化铜粉及高精密铜基散热片。氧化铜粉与铜球均可用于 PCB 铜电镀领域，起到补充镀液中铜离子的作用。高精密铜基散热片主要应用于基站通讯、汽车电子、服务器液冷等。

PCB 铜电镀：高阶需求增长驱动公司产品结构转向高盈利铜粉

下游高阶 PCB 需求等发展驱动公司产品由铜球向铜粉升级。氧化铜粉电镀工艺具有更高的制程能力、更稳定的电镀均匀性、更高的生产效率、更稳定的制程管控，主要用于对精密度要求更高的 HDI 板、IC 载板、FPC 等高阶 PCB 领域的电镀环节；铜球主要用于对精密度要求不及高阶 PCB 电镀要求的单/双面板、多层板等 PCB 电镀环节。

高技术门槛的氧化铜粉较铜球有更高的盈利能力。氧化铜粉的生产技术门槛比铜球更高，对生产工艺管控能力的要求更高，因此定价更高。铜球与氧化铜粉采用“铜价+加工费”定价模式，一般铜球加工费为 0.17-0.19 万元/吨，氧化铜粉加工费为 0.84-1.04 万元/吨。

高精密铜基散热片：AI 服务器液冷有望打开第二成长曲线

公司的高精密铜基散热片产品可应用于液冷服务器。这是一种电子散热专用材料，根据不同的 PCB 设计，定制化制造并埋藏在 PCB 中，帮助电子元器件散热，具有散热性能优异、性价比高、产品定制灵活等特点，可以应用服务器液冷散热等领域。

高精密铜基散热片放量推动公司 2025H1 业绩显著增长。2025 年上半年，公司应用于服务器液冷等领域的高精密铜基散热片实现营业收入 8411 万元，同比增长 596%，成长态势显著。

盈利预测&投资建议

我们预计公司 25-27 年实现营收 103、124、148 亿元，实现归母净利润 2.8、4.7、6.6 亿元，yoy+62%、64%、41%。

我们选取 PCB 产业链胜宏股份、天承科技，液冷产业链英维克作为可比公司，根据 Wind 一致预期，三家公司 2025、2026 年平均估值为 93、60X，考虑到公司在产业链的地位和未来几年业绩成长性，给予 26 年估值 35X，目标价 112 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧、下游需求不及预期、技术迭代风险、产能释放不及预期、流通市值小股价波动大风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,817.51	8,698.71	10,308.45	12,442.59	14,818.75
增长率(%)	9.43	27.59	18.51	20.70	19.10
EBITDA(百万元)	199.60	287.73	398.46	620.32	842.56
归属母公司净利润(百万元)	141.76	176.31	284.75	465.85	658.64
增长率(%)	34.83	24.37	61.51	63.60	41.38
EPS(元/股)	1.30	1.61	1.95	3.20	4.52
市盈率(P/E)	66.00	53.07	43.81	26.78	18.94
市净率(P/B)	7.95	6.91	5.14	4.31	2.99
市销率(P/S)			1.21	1.00	0.84
EV/EBITDA	0.00	0.00	33.24	19.35	14.84

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025 年 11 月 01 日

投资评级

行业	有色金属/金属与材料
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	85.6 元
目标价格	112 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	145.75
流通 A 股股本(百万股)	29.23
A 股总市值(百万元)	12,475.79
流通 A 股市值(百万元)	2,501.72
每股净资产(元)	12.33
资产负债率(%)	60.30
一年内最高/最低(元)	96.88/35.22

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 概况：铜基材料龙头，主要下游 PCB、液冷	3
1.1. 产品覆盖铜球、氧化铜粉及高精密铜基散热片	3
1.2. 公司股权结构稳定，利好长期发展	4
1.3. 财务情况：受益于铜基新材料业务发展，公司业绩稳健增长	5
1.4. 深耕铜基材料，客户覆盖多家头部 PCB 公司	6
2. 看点：AI PCB+液冷上游双轮驱动	6
2.1. 高阶 PCB 需求增长驱动公司产品结构转向高盈利铜粉	6
2.2. 液冷服务器驱动铜基散热片放量	7
3. 盈利预测与估值	8
3.1. 盈利预测	8
3.2. 估值	8
4. 风险提示	9

图表目录

图 1：江南新材发展历程	3
图 2：江南新材产品线及应用领域	4
图 3：江南新材股权结构	5
图 4：2020-2025Q1-3 年公司营业收入及增速（亿元、%）	5
图 5：2020-2025Q1-3 年公司归母净利润及增速（亿元、%）	5
图 6：江南新材收入结构（亿元）	6
图 7：氧化铜粉与铜球在 PCB 电镀领域中的不同应用	7
图 8：氧化铜粉与铜球生产流程的区别	7
图 9：江南新材盈利预测	8
表 1：可比公司估值（2025 年 10 月 30 日收盘价）	8

1. 概况：铜基材料龙头，主要下游 PCB、液冷

1.1. 产品覆盖铜球、氧化铜粉及高精密铜基散热片

江南新材成立于 2007 年，专注于铜基材料研发与制造。2007-2014 年，公司进行国内领先的阳极磷铜生产线的自主研发。2019-2022 年，公司接连成立江南精密与韩亚半导体两家子公司，初步搭建集团公司的架构，并加大研发投入、拓宽铜基新材料产品线，向规模化、科技化管理的方向升级。2023 年开始，公司进一步深耕电子信息铜基新材料领域，并成为国内首家打通全产业链的 IGBT 散热基板制造商，并于 2025 年成功在上海主板上市。

图 1：江南新材发展历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司产品主要为铜球、氧化铜粉及高精密铜基散热片，下游主要是 PCB 和液冷。

- ✓ **铜球**：以磷铜球为主，是铜电镀工序的主要物料，下游应用领域主要包括 PCB 制造、光伏电池板制造、五金电镀等，主要功能都是在铜电镀过程中作为阳极材料向镀液中补充铜离子。
- ✓ **氧化铜粉**：主要作为催化剂及氧化剂应用于工业生产当中，下游包括 PCB 制造、锂电池、有机硅单体合成催化剂等新兴领域。其中，应用于电镀行业的氧化铜粉又称为电子级氧化铜粉，在 PCB 制造的电镀工艺中被广泛应用，具有纯度高杂质低、粒径分布均匀、粉体流动性好、溶解速度快等优点。
- ✓ **铜基散热片**：是根据 PCB 自身的不同形状，定制化制造散热铜片并于 PCB 中进行埋嵌，与 PCB 板紧密贴合，进而达到散热的目的，可以应用于通信、汽车电子、工控、服务器液冷散热等领域。

图 2：江南新材产品线及应用领域

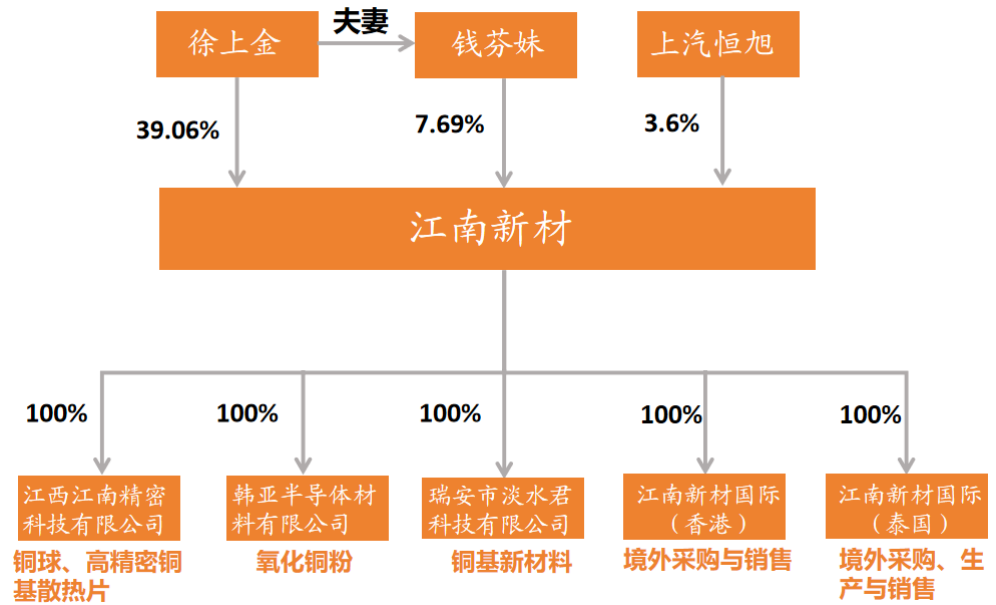
产品系列	产品图例	主要性能	应用优势	应用领域
铜球系列		含量：一种电镀铜阳极材料，主材为铜，含铜量 99.93% 以上，含磷量 0.025~0.055% 之间； 特点：晶体组织结构通过微晶化工艺处理，晶粒小于 50 μm 。	通过添加少量而均匀的磷制成的磷铜产品，在电镀时能够生成薄而牢固的阳极膜（磷铜膜），控制铜离子释放速度，从而减少阳极泥的产生，使得镀层更加均匀稳定，表现更加优异，降低电镀体系的保养成本和电镀铜耗。	主要应用于 PCB 制造、装饰及表面处理、光伏行业等电镀铜制造领域。
氧化铜粉系列		含量：一种电镀铜材料，氧化铜含量超过 99.3%； 特点：微观呈蜂窝状，粒径分布均匀（集中在 20~50 μm ），粉体流动性好，溶解速度快。	主要应用于连续自动化电镀，能够满足高阶电路板的尖端电镀要求，如高纵横比、深盲孔电镀等，具有稳定的电镀均匀优势、更高的生产效率、制程能力。	主要应用于高阶 PCB 制造、复合铜箔制造、有机硅单体合成催化剂等领域。
高精密铜基散热片系列		含量：一种电子散热专用材料，含铜银量 99.98% 以上，导电导热性优异； 特点：采用高精度 CNC 进行生产制造，产品尺寸精度可达 0.01mm。	根据不同的 PCB 设计，定制化制造散热铜片，埋藏在 PCB 中，与 PCB 板紧密贴合，帮助电子元器件散热，具有散热性能优异、性价比高、产品定制灵活等特点。在服务器液冷散热领域，精选无氧铜材，采用高致密度处理工艺，具有导电率高、导热性能好、散热效率高、可靠性高等技术优势，为服务器液冷散热系统提供底层可靠性支撑。	主要应用于基站通讯、汽车电子、大功率工业控制 PCB 制造和服务器液冷散热等领域。

资料来源：公司招股书、天风证券研究所

1.2. 公司股权结构稳定，利好长期发展

截至 2025H1，公司董事长徐上金持有股权总共 39.06%，为公司实际控制人，全面负责公司运营。江南新材下设多个全资子公司，业务分工明确。江西江南精密科技有限公司负责铜球系列、高精密铜基散热片的业务，韩亚半导体材料有限公司负责氧化铜粉业务，瑞安市淡水君科技有限公司负责铜基新材料业务。此外，公司的两家海外子公司负责境外的生产与销售。

图 3：江南新材股权结构



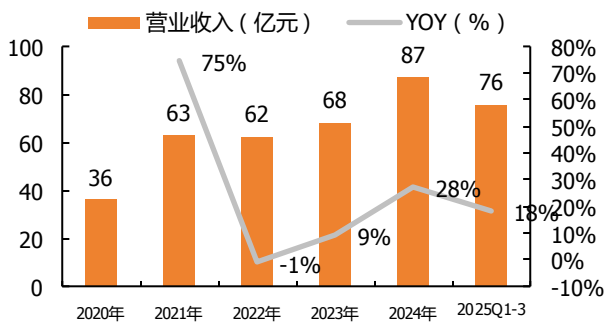
资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.3. 财务情况：受益于铜基新材料业务发展，公司业绩稳健增长

公司业绩持续向好，2020-2025Q1-3 年实现营收与盈利的双增长。

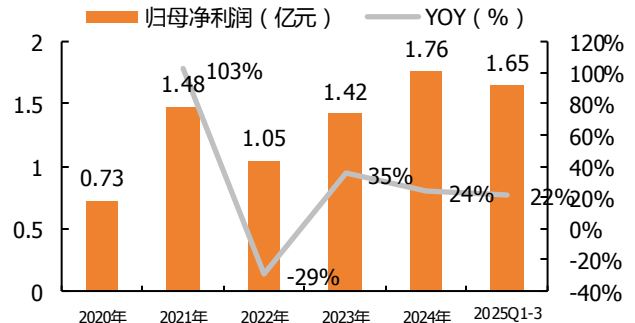
- ✓ **收入端**：2025Q1-3 公司营业收入 76 亿元，同比增长 18%。过去五年公司营收整体趋势向上，2020-2024 年复合增长率高达 24.7%。
- ✓ **利润端**：2025Q1-3 归母净利润实现 1.65 亿元，同比增长 22%。过去五年公司归母净利润整体趋势向上，2020-2024 年复合增长率高达 24.6%，增长态势良好。

图 4：2020-2025Q1-3 公司营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2020-2025Q1-3 公司归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

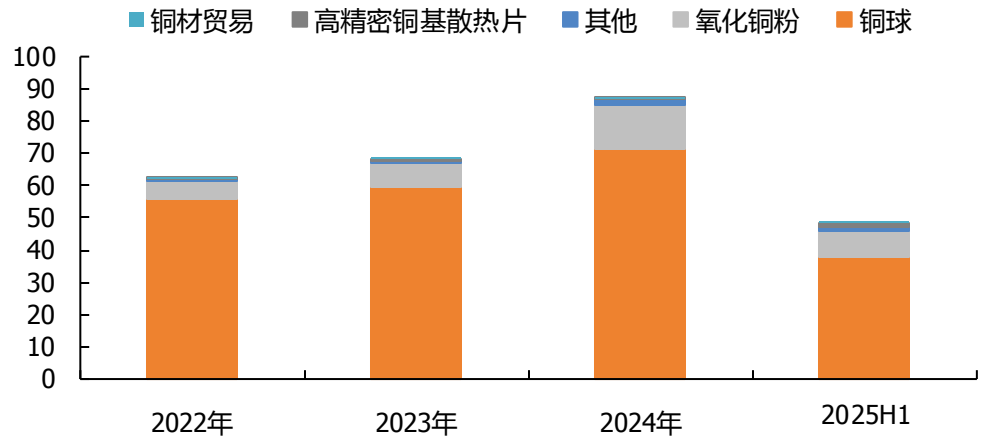
公司的传统主营业务为铜基新材料，收入可拆分为铜球、氧化铜粉、高精密铜基散热片系列等，具体如下：

- ✓ **铜球系列**：主要应用于各种类型与工艺的 PCB 的镀铜制程等领域，2025H1 年营收为 37.75 亿元，占营业收入的 78.31%，毛利率为 2.38%。
- ✓ **氧化铜粉系列**：主要应用于高端 PCB 镀铜制程等领域，2025H1 年营收为 8.32 亿元，

占营业收入的 17.27%，毛利率为 11.10%。

- ✓ **高精密铜基散热片系列：**应用于 PCB 埋嵌散热工艺与服务器液冷领域，2025H1 年营收为 0.84 亿元，占营业收入的 1.74%，毛利率为 11.56%。

图 6：江南新材收入结构（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.4. 深耕铜基材料，客户覆盖多家头部 PCB 公司

公司核心客户保持稳定，头部行业客户覆盖率持续提升。公司深耕 PCB 铜电镀材料领域多年，与境内外知名 PCB 厂商建立了良好稳定的合作关系。截止至 2024 年，国内排名前 100 的 PCB 制造商有 83 家是公司的客户。公司的主要客户包括胜宏科技、鹏鼎控股、东山精密、深南电路、瀚宇博德、景旺电子等。

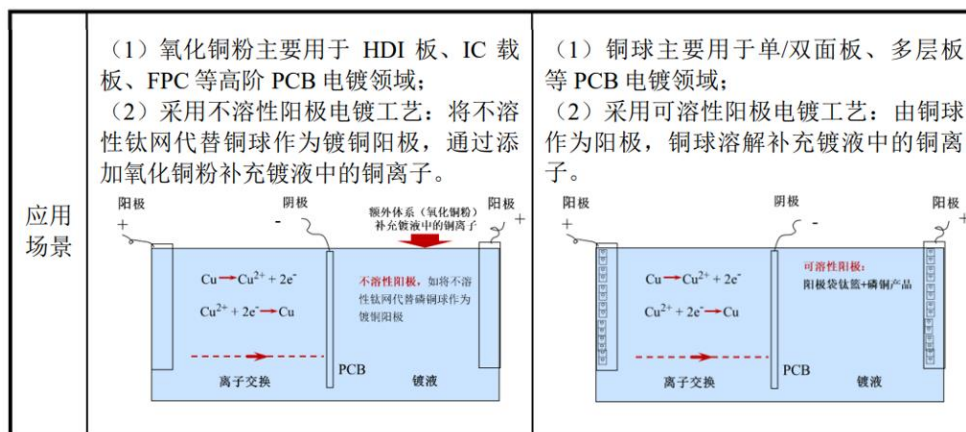
目前，公司 PCB 铜球系列产品在全球和国内市场的占有率分别达到 24%和 41%，在行业内具备领先地位。

2. 看点：AI PCB+液冷上游双轮驱动

2.1. 高阶 PCB 需求增长驱动公司产品结构转向高盈利铜粉

下游高阶 PCB 需求等发展驱动公司产品由铜球向铜粉升级。氧化铜粉与铜球均可用于 PCB 铜电镀领域，起到补充镀液中铜离子的作用。不同的是氧化铜粉电镀工艺具有更高的制程能力、更稳定的电镀均匀性、更高的生产效率、更稳定的制程管控，主要用于对精密度要求更高的 HDI 板、IC 载板、FPC 等高阶 PCB 领域的电镀环节；铜球主要用于对精密度要求不及高阶 PCB 电镀要求的单/双面板、多层板等 PCB 电镀环节。

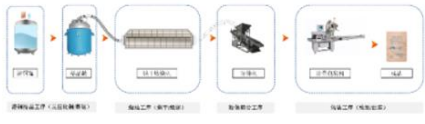
图 7：氧化铜粉与铜球在 PCB 电镀领域中的不同应用



资料来源：公司公告、天风证券研究所

高技术门槛的氧化铜粉较铜球有更高的盈利能力。氧化铜粉的生产技术包括碳化氨水配置、除氨、晶粒生长控制、高效脱水烘干等工艺及技术，其中涉及部分化学制程，而铜球的制备生产主要涉及熔铜、纳米处理、冷镦等物理加工工艺及技术，主要是物理制程。二者相比较，氧化铜粉的生产技术门槛更高，对生产工艺管控能力的要求更高，因此定价更高。铜球与氧化铜粉采用“铜价+加工费”定价模式，一般铜球加工费为 0.17-0.19 万元/吨，氧化铜粉加工费为 0.84-1.04 万元/吨。

图 8：氧化铜粉与铜球生产流程的区别

项目	氧化铜粉业务	铜球业务
产品图例		
生产技术	主要包括碳化氨水配置技术、除氨、晶粒生长控制技术、高效脱水烘干技术等。	主要包括连续化生产工艺技术、晶粒纳米处理技术、智能裁断连带铸造冷镦等。
产线设备	氧化铜粉主要生产设备包括溶铜罐、结晶罐、烘干煅烧机、粉筛机等。氧化铜粉生产线位于贵溪生产基地，产线示意图如下： 	铜球主要生产设备包括合金熔炼炉、纳米处理机、冷镦机/冲裁机、清晰烘干机 etc. 铜球生产线位于鹰潭生产基地，产线示意图如下： 

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.2. 液冷服务器驱动铜基散热片放量

公司的高精密铜基散热片产品可应用于液冷服务器。这是一种电子散热专用材料，根据不同的 PCB 设计，定制化制造并埋嵌在 PCB 中，帮助电子元器件散热，具有散热性能优异、性价比高、产品定制灵活等特点，可以应用服务器液冷散热等领域。公司精选无氧铜材，采用高致密度处理工艺，使得产品具有导电率高、导热性能好、散热效率高、可靠性

高等技术优势，为服务器液冷散热系统提供底层可靠性支撑。

高精密铜基散热片放量推动公司 2025H1 业绩显著增长。2025 年上半年，公司营业收入与归母净利润分别为 48.21/1.06 亿元，同比+17.40%/7.38%。其中，应用于服务器液冷等领域的高精密铜基散热片实现营业收入 8,411 万元，同比增长 596%，成长态势显著。

3. 盈利预测与估值

3.1. 盈利预测

我们预计公司 25-27 年实现营收 103、124、148 亿元，实现归母净利润 2.8、4.7、6.6 亿元，yoy+62%、64%、41%。核心假设如下：

- ✓ **铜球**：25-27 年收入增速在 10%之间，毛利率在 2.4%-2.5%左右。
- ✓ **氧化铜粉**：25-27 年收入增速 50%、45%、35%，毛利率在 12%左右。
- ✓ **铜基散热片**：25-27 年收入分别在 2.5、7、12 亿元，此块业务尚处于放量初期，且 25H1 高增趋势已现，毛利率在 20%-22%之间。

图 9：江南新材盈利预测

项目	2024年	2025年E	2026年E	2027年E
营业收入（亿元）	87	103	124	148
YOY	28%	19%	21%	19%
铜球	72	79	87	95
氧化铜粉	13	20	29	39
铜基散热片	0.3	2.5	7	12
其他	2	2.1	2.2	2.3
毛利率（%）	3.8%	4.6%	5.7%	6.5%
铜球	2%	2.4%	2.5%	2.5%
氧化铜粉	12%	12%	12%	12%
铜基散热片	24%	20%	20%	21%
期间费用	1.26	1.5	1.73	1.90
归母净利润	1.8	2.8	4.7	6.6
YOY	24%	62%	64%	41%

资料来源：Wind、天风证券研究所

3.2. 估值

我们选取 PCB 产业链胜宏股份、天承科技，液冷产业链英维克作为可比公司，根据 Wind 一致预期，三家公司 2025、2026 年平均估值为 93、60X，考虑到公司在产业链的地位和未来几年业绩成长性，给予 26 年估值 35X，目标价 112 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 1：可比公司估值（2025 年 10 月 30 日收盘价）

PE	25 年	26 年
胜宏科技	55	35
天承科技	111	73
英维克	113	71
平均	93	60

资料来源：Wind、天风证券研究所

4. 风险提示

市场竞争加剧：铜基材料行业包含众多厂商，未来若市场竞争趋于激烈，公司市场份额和盈利能力可能会下滑，从而导致业绩下滑。

下游需求不及预期：公司客户主要是 PCB 和液冷，若这两类客户需求不及预期，可能会影响我们对业绩释放的判断。

技术迭代风险：AIDC 技术的迅速演进使得市场参与者面临不断更新的挑战，企业如未能及时适应，可能面临被市场边缘化的风险。

产能释放不及预期：我们对公司未来增长的预测依赖公司产能如期释放，若释放不及预期，将影响我们的判断。

流通市值小股价波动大风险：公司流通市值较小，且是新股，叠加下游在 AI 算力的 PCB 和液冷，短期股价波动或较大。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	284.48	711.57	824.68	995.41	1,185.50
应收票据及应收账款	1,305.02	1,618.66	1,851.85	2,344.07	2,650.44
预付账款	29.19	82.66	108.50	87.08	143.83
存货	450.49	549.79	1,634.89	1,038.01	2,194.65
其他	27.86	46.43	192.46	74.02	213.08
流动资产合计	2,097.03	3,009.10	4,612.38	4,538.57	6,387.50
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	151.19	195.00	169.47	143.93	118.39
在建工程	35.38	44.98	59.98	71.98	87.98
无形资产	32.50	31.73	30.94	30.14	29.34
其他	28.53	62.51	36.50	35.63	36.98
非流动资产合计	247.60	334.23	296.88	281.67	272.69
资产总计	2,344.63	3,343.33	4,909.26	4,820.24	6,660.19
短期借款	527.60	799.43	1,523.71	419.61	1,072.35
应付票据及应付账款	426.05	858.95	670.32	1,187.67	1,044.41
其他	170.38	198.58	149.11	149.65	168.26
流动负债合计	1,124.03	1,856.96	2,343.14	1,756.92	2,285.02
长期借款	0.00	54.40	91.93	120.00	150.92
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	43.37	77.30	47.76	51.04	54.87
非流动负债合计	43.37	131.71	139.69	171.04	205.79
负债合计	1,167.40	1,988.67	2,482.83	1,927.96	2,490.81
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	109.31	109.31	145.75	145.75	145.75
资本公积	543.83	544.94	1,295.52	1,295.52	1,913.98
留存收益	524.10	700.41	985.16	1,451.01	2,109.65
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1,177.24	1,354.66	2,426.43	2,892.28	4,169.38
负债和股东权益总计	2,344.63	3,343.33	4,909.26	4,820.24	6,660.19

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	141.76	176.31	284.75	465.85	658.64
折旧摊销	22.01	27.60	26.33	26.33	26.33
财务费用	20.00	36.40	43.82	59.77	71.45
投资损失	(1.46)	(5.58)	(4.40)	(5.20)	(6.00)
营运资金变动	(959.71)	(1,078.82)	(1,714.47)	762.80	(1,792.29)
其它	(44.23)	(12.68)	3.00	5.00	(25.00)
经营活动现金流	(821.64)	(856.77)	(1,360.96)	1,314.56	(1,066.86)
资本支出	46.58	42.18	44.55	8.72	12.17
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(106.43)	(189.35)	(71.63)	(18.33)	7.86
投资活动现金流	(59.85)	(147.17)	(27.08)	(9.61)	20.03
债权融资	138.44	270.14	714.14	(1,134.21)	618.46
股权融资	4.06	(52.81)	787.02	0.00	618.46
其他	788.27	718.66	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	930.77	935.99	1,501.15	(1,134.21)	1,236.92
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	49.28	(67.95)	113.11	170.73	190.09

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,817.51	8,698.71	10,308.45	12,442.59	14,818.75
营业成本	6,585.37	8,370.56	9,831.06	11,734.67	13,854.23
营业税金及附加	5.99	15.06	16.49	19.91	20.75
销售费用	11.65	16.75	20.62	19.91	22.23
管理费用	32.11	40.62	46.39	49.77	51.87
研发费用	26.18	34.55	39.17	43.55	44.46
财务费用	17.45	34.03	43.82	59.77	71.45
资产/信用减值损失	(5.15)	(13.74)	(19.00)	(16.00)	(20.30)
公允价值变动收益	0.37	1.99	3.00	5.00	(25.00)
投资净收益	(4.21)	(1.01)	4.40	5.20	6.00
其他	34.29	34.75	38.00	41.00	63.00
营业利润	164.04	209.13	337.30	550.21	777.47
营业外收入	0.29	0.22	0.20	0.25	0.30
营业外支出	0.45	1.80	2.50	2.40	2.90
利润总额	163.88	207.55	335.00	548.06	774.87
所得税	22.12	31.24	50.25	82.21	116.23
净利润	141.76	176.31	284.75	465.85	658.64
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	141.76	176.31	284.75	465.85	658.64
每股收益（元）	1.30	1.61	1.95	3.20	4.52

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	9.43%	27.59%	18.51%	20.70%	19.10%
营业利润	40.82%	27.48%	61.29%	63.12%	41.30%
归属于母公司净利润	34.83%	24.37%	61.51%	63.60%	41.38%
获利能力					
毛利率	3.40%	3.77%	4.63%	5.69%	6.51%
净利率	2.08%	2.03%	2.76%	3.74%	4.44%
ROE	12.04%	13.01%	11.74%	16.11%	15.80%
ROIC	12.94%	14.28%	22.09%	16.22%	29.82%
偿债能力					
资产负债率	49.79%	59.48%	50.57%	40.00%	37.40%
净负债率	25.26%	12.88%	33.76%	-14.73%	1.77%
流动比率	1.87	1.62	1.97	2.58	2.80
速动比率	1.46	1.32	1.27	1.99	1.83
营运能力					
应收账款周转率	5.91	5.95	5.94	5.93	5.93
存货周转率	17.20	17.39	9.44	9.31	9.17
总资产周转率	3.27	3.06	2.50	2.56	2.58
每股指标（元）					
每股收益	1.30	1.61	1.95	3.20	4.52
每股经营现金流	#DIV/0!	#DIV/0!	-9.34	9.02	-7.32
每股净资产	10.77	12.39	16.65	19.84	28.61
估值比率					
市盈率	66.00	53.07	43.81	26.78	18.94
市净率	7.95	6.91	5.14	4.31	2.99
EV/EBITDA	0.00	0.00	33.24	19.35	14.84
EV/EBIT	0.00	0.00	35.59	20.21	15.32

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com