

## 国防军工

2025 年 12 月 07 日

## 商业航天催化密集，产业或迎来快速增长拐点

### ——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

#### 行业走势图



数据来源：聚源

#### 相关研究报告

《静待国内及海外军贸订单落地——行业点评报告》-2025.11.24

《承上启下，内外共振——军工行业 2026 年度投资策略》-2025.11.4

《承上启下，内外共振——军工行业 2026 年度投资策略》-2025.11.3

王加煨（分析师）

wangjiawei2@kysec.cn

证书编号：S0790525070009

马智焱（联系人）

mazhiyan@kysec.cn

证书编号：S0790125090030

#### ● 军工板块估值仍处于相对高位

过去两周（11.24-12.5）军工指数上涨 5.76%。同期沪深 300 指数上涨 2.94%，超额收益为 2.82 个百分点；在 31 个行业中排名 6 位。行业估值层面，当前军工 PE-TTM 为 69.33 倍，位于 2015 年初至今的 68.46% 分位，较两周前 67.34 倍（分位数 65.65%）有所上涨。

#### ● 委内瑞拉局势升级，土耳其、印度加大军备投入

11 月 29 日，美国威胁“关闭委领空”。12 月 2 日，美国以“缉毒”为由，在委内瑞拉附近的加勒比海域部署多艘军舰，并派出多型军机在与委内瑞拉附近的波多黎各空域进行密集作业。11 月 26 日，土耳其国防企业签署 65 亿美元合同，升级国家综合多层“星穹”防空系统。11 月 28 日，印度国防部部长表示，国防部将争取在下一财年预算中实现最高 20% 的增幅；并准备向俄罗斯采购价值约 12 亿美元的导弹。

#### ● 太空算力规划落地、可复用火箭密集试射，商业航天有望迎来产业拐点

11 月 25 日，神舟二十二号飞船成功发射成功；国家航天局印发《国家航天局推进商业航天高质量发展发展行动计划（2025-2027 年）》，鼓励商业航天产业链布局和新产品新技术新产品及新场景开发，并将设立国家商业航天发展基金。11 月 27 日，北京市发布太空数据中心建设规划方案，建设拟分为 3 个阶段：计划于 2025 年至 2027 年，建设总功率达 200kW、算力规模达 1000POPS 的一期算力星座，实现“天数天算”应用目标；于 2028 年至 2030 年，建设二期算力星座，实现“地数天算”应用目标；于 2031 年至 2035 年，卫星大规模批量生产并组网发射，支持“天基主算”。12 月 3 日，蓝箭航天“朱雀三号”可复用火箭成功首飞入轨，一级回收未成功。12 月 6 日，长征八号甲火箭成功发射卫星互联网低轨 14 组卫星；“国家队”首款可复用液氧甲烷运载火箭静态点火试验成功，首飞在即。我们认为，伴随着太空算力建设需求拉动和可回收运载火箭技术逐步成熟，中国商业航天有望迎来成本下降与发射能力双提升，产业或迎来快速增长拐点。

#### ● 受益标的

- (1) 卫星载荷：国博电子、臻镭科技、航天电子；
- (2) 下游应用：海格通信；
- (3) 商业火箭：超捷股份、斯瑞新材、航天动力。

● **风险提示：**军品订单下发节奏不及预期；新质装备列装不达预期；军品价格谈判不及预期；军贸出口业务客户导入不及预期。

## 目 录

1、行情回顾 .....	3
1.1、军工板块与细分领域行情回顾 .....	3
1.2、个股表现 .....	4
1.3、行业估值 .....	5
2、板块新闻动态 .....	6
2.1、行业新闻 .....	6
2.1.1、地缘政治 .....	6
2.1.2、产业新闻 .....	6
2.2、个股重要新闻及公告 .....	8
3、风险提示 .....	10

## 图表目录

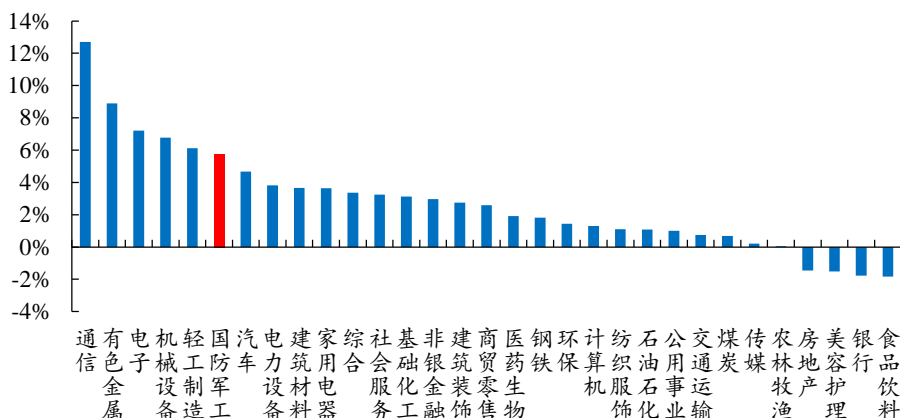
图 1：过去两周军工行业表现在 31 个行业中排名 6 位 .....	3
图 2：过去两周军工指数相对跑赢沪深 300 .....	3
图 3：过去两周航天装备表现相对较好 .....	3
图 4：年初至今军工行业涨幅在 31 个行业位列 13 位 .....	4
图 5：年初至今军工指数相对跑赢沪深 300 .....	4
图 6：年初至今地面兵装表现相对较好 .....	4
图 7：过去两周乾照光电涨幅居前 .....	5
图 8：军工行业估值 .....	5
表 1：个股重要新闻及公告 .....	8

## 1、行情回顾

### 1.1、军工板块与细分领域行情回顾

过去两周（11.24-12.5）军工指数上涨 5.76%。同期沪深 300 指数上涨 2.94%，超额收益为 2.82 个百分点；在 31 个行业中排名 6 位。

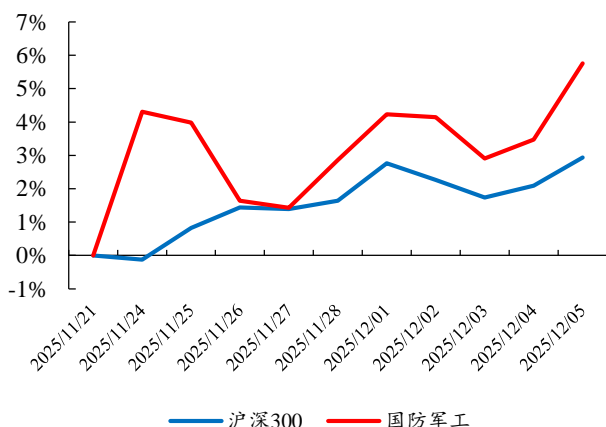
图1：过去两周军工行业表现在 31 个行业中排名 6 位



数据来源：Wind、开源证券研究所

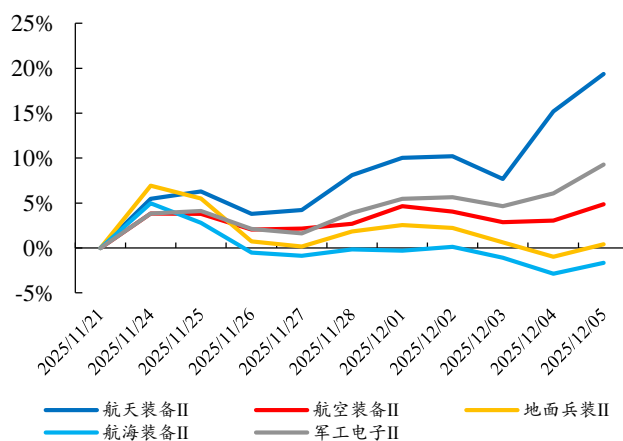
子板块方面，航天装备（801741.SI）相对较好，航海装备（801744.SI）表现较弱。在军工行业各细分板块中，过去两周共 4 个子板块上涨。其中，航天装备上涨 19.37%，相对军工指数收益为 13.62%。航海装备表现相对较弱，过去两周下跌 1.67%，相对军工指数收益为-7.43%。

图2：过去两周军工指数相对跑赢沪深 300



数据来源：Wind、开源证券研究所

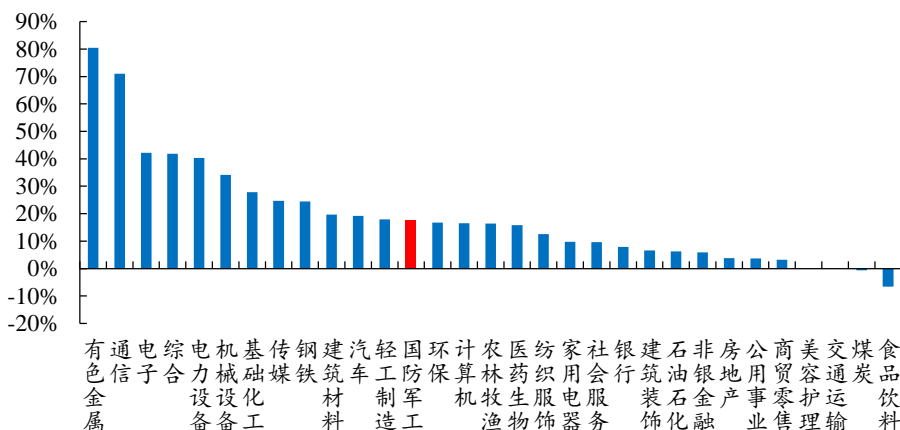
图3：过去两周航天装备表现相对较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

2025 年年初至今军工指数上涨 17.80%。同期沪深 300 指数上涨 16.51%，相对收益为 1.29%；在 31 个行业中排名 13 位。

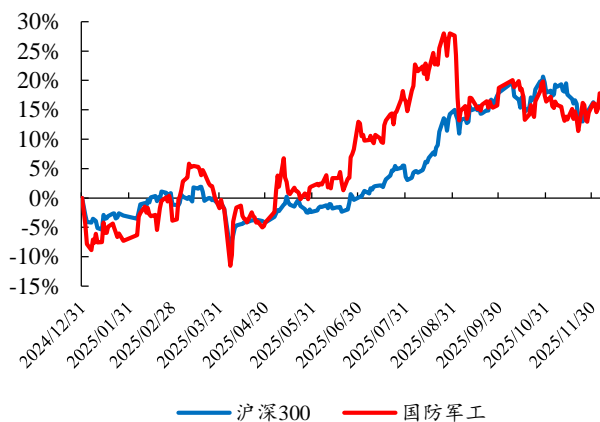
图4：年初至今军工行业涨幅在 31 个行业位列 13 位



数据来源：Wind、开源证券研究所；数据截至 2025 年 12 月 5 日

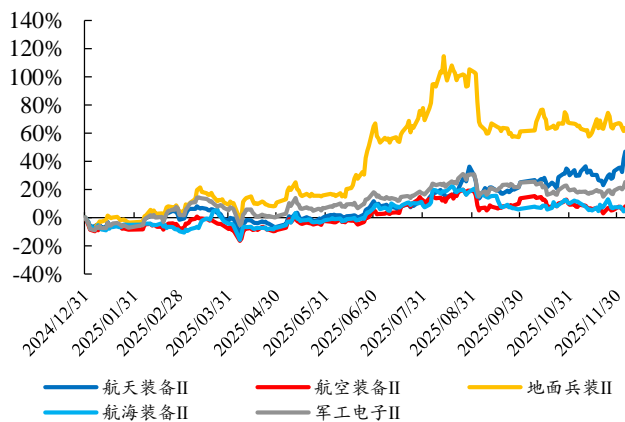
军工细分板块中，2025 年年初至今五个子板块全部上涨，整体表现良好。其中，地面兵装涨幅最大，累计涨幅为 63.72%，在军工行业各细分板块中领跑。航海装备板块表现较弱，累计涨幅为 5.81%。

图5：年初至今军工指数相对跑赢沪深 300



数据来源：Wind、开源证券研究所；数据截至 2025 年 12 月 5 日

图6：年初至今地面兵装表现相对较好



数据来源：Wind、开源证券研究所；数据截至 2025 年 12 月 5 日

## 1.2、个股表现

个股表现方面，过去两周乾照光电涨幅靠前。过去两周涨幅前十标的分别为乾照光电（77.15%）、航天环宇（76.54%）、航天发展（65.89%）、航天动力（56.78%）、雷科防务（51.81%）、赛微电子（43.86%）、上海瀚讯（34.97%）、臻镭科技（34.32%）、佳缘科技（32.39%）、银河电子（30.75%）；跌幅前十标的分别为中国海防（-8.41%）、国瑞科技（-8.02%）、迈信林（-7.11%）、佳驰科技（-6.11%）、亚星锚链（-5.30%）、晨曦航空（-5.24%）、新余国科（-4.61%）、长城军工（-4.50%）、中无人机（-4.30%）、湖南天雁（-4.25%）。

图7：过去两周乾照光电涨幅居前

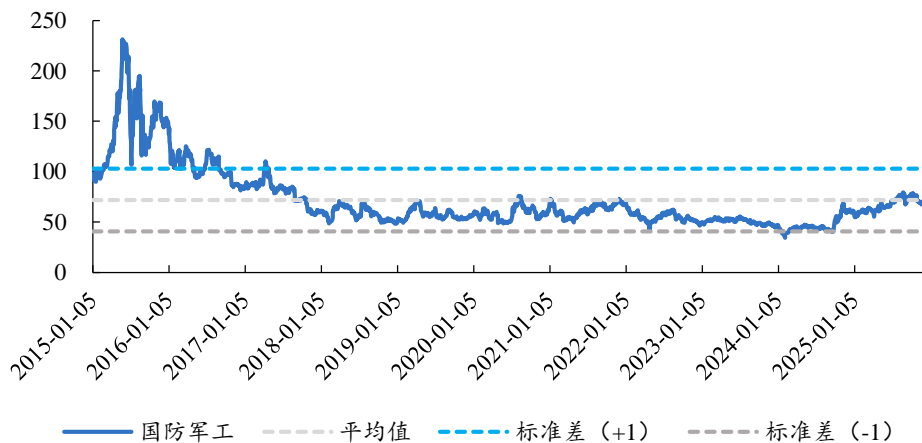
涨幅前十			跌幅前十		
过去两周涨幅	月初至今涨幅	年初至今涨幅	过去两周跌幅	月初至今跌幅	年初至今跌幅
乾照光电 77.15%	航天发展 52.26%	北方长龙 360.26%	中国海防 -8.41%	莱斯信息 -11.21%	星宸科技 -27.3%
航天环宇 76.54%	乾照光电 25.22%	长城军工 323.98%	国瑞科技 -8.02%	科思科技 -8.64%	莱斯信息 -23.1%
航天发展 65.89%	上海瀚讯 24.98%	应流股份 191.05%	迈信林 -7.11%	吉大正元 -7.78%	中航重机 -22.0%
航天动力 56.78%	航天动力 18.57%	新光光电 189.82%	佳驰科技 -6.11%	中国海防 -7.69%	中信海直 -21.9%
雷科防务 51.81%	银河电子 18.29%	航天发展 181.40%	亚星锚链 -5.30%	理工导航 -6.53%	景嘉微 -21.5%
赛微电子 43.86%	西测测试 16.70%	赛微电子 180.44%	晨曦航空 -5.24%	北方长龙 -6.26%	佳力奇 -19.6%
上海瀚讯 34.97%	西部材料 16.39%	航天动力 168.76%	新余国科 -4.61%	拓尔思 -6.20%	中国动力 -18.8%
臻镭科技 34.32%	广联航空 15.96%	科思科技 164.20%	长城军工 -4.50%	天保基建 -6.19%	六九一二 -18.6%
佳缘科技 32.39%	航天电子 15.68%	华曙高科 148.99%	中无人机 -4.30%	华曙高科 -6.14%	中航高科 -15.2%
银河电子 30.75%	臻镭科技 15.27%	万里马 131.63%	湖南天雁 -4.25%	万里马 -5.84%	中航西飞 -14.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所；数据截至 2025 年 12 月 5 日

### 1.3、行业估值

行业估值层面，以 12 月 5 日股价为基准，当前军工 PE-TTM（剔除负值）69.33 倍，位于 2015 年初至今的 68.46%，较两周前（11 月 21 日）67.34 倍（分位数 65.65%）有所上涨。随着“十五五”规划逐步明晰，2026 年行业基本面有望回暖，军工板块具备较高的配置价值。

图8：军工行业估值



数据来源：Wind、开源证券研究所；数据截至 2025 年 12 月 5 日

## 2、板块新闻动态

### 2.1、行业新闻

#### 2.1.1、地缘政治

11月24日，以色列袭击黎巴嫩首都贝鲁特，真主党高级领导人遭暗杀身亡，空袭共造成5人死亡28人受伤，以色列在黎巴嫩的军事行动将出现重大升级和转变。

11月24日，美乌在日内瓦就结束俄乌冲突“28点”新计划举行会谈，双方立场趋近并共同起草新版和平框架。

11月25日，欧洲对美国28点计划在领土和安全保障问题上提出重大修改，这一变动或给俄乌和平带来变数。

11月25日，埃及与卡塔尔于开罗会谈加沙停火事宜，双方一致同意遏制违规以维持停火，并将加强联合落实停火协议第二阶段。

11月26日，美乌将最初的28点俄乌和平计划大幅缩减至19点，新的“19点计划”与原方案差异巨大，俄罗斯拒绝法德调解，俄乌冲突的关键问题仍待讨论。

11月27日，几内亚比绍军方发动政变，当地时间26日，武装部队发表声明称军方已“全面掌控”国家权力，指挥下令关闭国家所有陆地、海上和空中边界。

11月27日，一架无人机26日晚袭击伊拉克一处大型天然气田，导致该地区发电站天然气供应中断，引发大规模停电。目前，尚无组织宣称制造了此次袭击。

11月28日，以色列袭击叙利亚首都附近区域，此次袭击已造成13人死亡，25人受伤。

11月28日，俄武装部队使用精确制导武器和无人机对乌克兰军工企业及其配套能源设施发动大规模打击，截至29日上午，袭击已造成3人死亡。

12月1日，以色列军队对巴勒斯坦约旦河西岸多地展开大规模军事行动，关闭道路、突入医院和学校周边，并强迫居民撤离，巴以局势持续紧张。

12月2日，美国以“缉毒”为由，在委内瑞拉附近的加勒比海域部署多艘军舰，并派出多型军机在与委内瑞拉隔海相望的波多黎各空域进行密集作业。

12月2日，俄罗斯总统普京与美国特使就乌克兰局势展开会晤，双方重点讨论了领土问题，目前暂无乌克兰问题妥协方案。

12月3日，乌克兰与欧洲多国签署了联合生产无人机的协议，欧盟尚未兑现10月底向乌克兰提供200万发炮弹的承诺，乌克兰在政治和军事层面均面临不利局面。

12月5日，苏丹南部多处民用设施当天遭准军事组织快速支援部队及其盟友苏丹人民解放运动无人机袭击，造成包括儿童在内的9名平民死亡，另有7人受伤。

#### 2.1.2、产业新闻

11月24日，空间科学先导专项成果发布会上宣布，“十五五”期间，我国将组织实施“鸿蒙计划”、“夸克二号”在内的太空探源科学卫星计划，探索宇宙生命起



源。

11月25日,15时50分神舟二十二号飞船成功完成与空间站组合体自主快速对接,标志我国首次载人航天应急发射任务圆满完成。

11月25日,国家航天局印发《国家航天局推进商业航天高质量发展行动计划(2025-2027年)》,计划指出到2027年基本实现商业航天产业高质量发展。

11月26日,工信部发布关于组织开展卫星物联网业务商用试验的通知,旨在支持商业航天、低空经济等新兴产业安全健康发展。

11月27日,国新办发布《新时代的中国军控、裁军与防扩散》白皮书,指出外空等新兴领域重要性,主张全球共建新兴领域治理体系,提升发展中国家话语权。

11月28日,无油飞机发动机首次亮相2025亚洲通用航空展。这一创新装备的登场标志着航空领域有望告别“喝油”时代,为通航产业绿色发展带来新可能。

11月29日,国家航天局设立商业航天司,标志着我国商业航天产业迎来专职监管机构,未来将持续推动我国商业航天高质量发展,产业链有望全线受益。

12月3日至12月4日,2025商业航天论坛将在湖北省武汉市举办。

12月3日,朱雀三号遥一运载火箭在东风商业航天创新试验区发射升空,按程序完成了飞行任务,但未实现预定火箭一级回收目标,具体原因正在进一步分析排查。

12月3日,德国正式启用该国首套“箭-3”导弹防御系统,该防御系统由美国和以色列联合研制,以应对来自俄罗斯的威胁。

12月3日,美国国防部称美军拟斥10亿美元采购超30万架自杀式无人机,这是美国为加快采用价格低廉的无人装备进行现代战争行动而采取的最新举措。

12月4日,美国海军宣布将扩建夏威夷及加州海域训练场,增设水雷靶场,对该训练区域的设施进行现代化改造,以配合未来冲突中美军将使用的最新武器和无人系统。

12月4日,中国载人航天工程办公室称神舟二十一号航天员乘组将于近日择机实施第一次出舱活动,目前空间站组合体运行稳定,已做好出舱活动各项准备工作。

12月4日,希腊议会批准自以色列采购36套PULS火箭炮系统,合同总额约6.5亿欧元。PULS火箭炮系统又称“精确通用发射系统”,最大射程可达300公里。

## 2.2、个股重要新闻及公告

表1：个股重要新闻及公告

公司名称	公告内容
新和成	公司披露 2025 年 11 月 21 日投资者关系记录，提及股份回购计划（3 亿-6 亿元），并强调技术研发与产业协同。
中航光电	公司 A 股限制性股票激励计划授予价格为 32.37 元/股，公司股东人数相比上期减少 3516 户，幅度为-3.00%。
陕西华达	公司拟通过发行股份的方式购买陕西华经微电子 100% 股份并募集配套资金。交易完成后华经微电子将成为公司的全资子公司。
中直股份	公司拟通过全资子公司哈飞集团合并另一全资子公司哈飞航空，哈飞集团注册资本将由 14.67 亿元增至 30.38 亿元，此举旨在优化公司组织结构，整合核心功能与能力。
隆鑫通用	公司以 1 元/股价格转让所持珠海隆华 49.9988% 股权，现公司无珠海隆华股权，但其尚欠公司借款本息及往来款项合计 0.70 亿元，因资不抵债存在重大回收风险。
佳驰科技	公司首次公开发行 103,866,750 股限售股，占公司总股本的 25.97%，于 2025 年 12 月 5 日上市流通。
新光光电	公司发布 2025 年股权激励计划，计划拟授予 150 万限制性股票，占公司总股本 1.5%，激励对象共 65 人，占员工总数 15.93%，授予价格为 22.77 元/股。
理工导航	公司 2025 年 8 月 4 日披露大股东减持计划公告，截至 11 月 25 日收盘，北京理工资产经营有限公司持有公司股份比例由 9.00% 减少至 7.36%，减持计划时间区间已届满。
光启技术	公司发布 2025 年员工持股计划草案，资金来源为员工合法薪酬与自筹资金，股票购买价格为 28.65 元/股，总规模不超过 3896.57 万元，占公告日总股本 0.06%。
华力创通	公司披露大股东减持股份变动公告，于 2025 年 9 月 2 日至 2025 年 11 月 25 日期间累计减持 5,983,300 股，本次减持后，其持股比例由 12.9020% 下降至 11.9991%。
纳睿雷达	公司拟通过发行股份及支付现金的方式收购天津希格玛 100% 股权，交易作价为 3.7 亿元，本次股份发行价格为 42.93 元/股。
万泽股份	公司完成 2025 年股权激励计划预留限制性股票登记，共向 5 名核心技术骨干授予 27.75 万股，授予价格为 7.30 元/股，上市日期为 2025 年 12 月 2 日。
赛微电子	公司发布大股东减持公告，国家集成电路产业投资基金股份有限公司于 2025 年 11 月 25 日至 27 日减持赛微电子股份 642.778 万股，持股比例由 13.75% 下降至 4.999986%。
晶品特装	公司首次公开发行部分限售股，涉及 3 名股东，合计 38,809,816 股，占公司总股本 51.30%，于 2025 年 12 月 8 日起上市流通。
宝钛股份	公司拟向不特定对象发行总额不超过 35 亿元的可转换公司债券，期限为 6 年，全部用于三大相关项目及补充流动资金。
超卓航科	公司发布控股股东变更公告，本次变更通过协议转让 20.93% 股份，转让价格为 41.16 元/股，总对价 7.72 亿元，实际控制人变更为湖北省人民政府国有资产监督管理委员会。
中航光电	公司拟回购股票 795,727 股，占公司总股本 0.0376%，占激励计划授予总数 1.4791%，回购价格为 24.9 元/股，回购总金额 19,920,476.71 元。
邦彦技术	公司发布回购股份进展公告，截至 11 月底，公司累计回购股份 533,288 股，占总股本的 0.3503%，累计已支付金额为 999.95 万元，回购价格区间为 17.39 元/股至 20.70 元/股。
广电计量	公司拟向特定对象发行 A 股股票募集资金不超过 13 亿元，用于航空装备、人工智能芯片、卫星互联网等项目，以现金方式认购。
天秦装备	公司拟在 2025 年 12 月 8 日至 2026 年 3 月 7 日期间通过集中竞价方式减持已回购股份，拟减持数量不超过 1,541,300 股，占公司目前总股本比例为 0.97%。
中无人机	公司发布股份回购计划进展公告，截至 11 月 30 日，公司累计回购股份 200,296 股，占总股本 0.0297%，累计支付资金 998.84 万元，回购价格区间为 49.64 元/股至 50.00 元/股。
隆鑫通用	公司拟以 100 万欧元对价向 CMD 少数股东出让其持有的 67% 股权，截至 12 月 3 日，所有交割事项已全部完成，公司不再持有 CMD 公司的股权。



公司名称	公告内容
国博电子	公司披露大股东减持股份变动，中电科国微（天津）集成电路芯片合伙企业于 2025 年 11 月 27 日至 12 月 3 日期间减持公司股份 2,608,000 股，持股比例由 15.44% 降至 15.00%。
广电计量	公司发布限制性股票回购注销完成公告，涉及 110,000 股，占回购注销前总股本的 0.02%，回购价格为 8.25 元/股，回购资金总额为 897,900.00 元。
超卓航科	公司发布权益变动公告，交投资本通过协议转让方式获得超卓航科 20.93% 股份，合计 18,758,420 股股份。协议完成后，公司控股股东及实际控制人发生变更。
长盈通	公司拟首次公开发行部分限售股，本次上市流通的限售股总数为 27,851,850 股，占公司总股本的 21.63%，限售期为 36 个月，解禁后无剩余限售股。
上海沪工	公司将可转债部分募投项目达到预定可使用状态日期从 2025 年 12 月 31 日延期至 2026 年 12 月 31 日，截至 9 月 30 日，公司募集资金总额为 12,324,007.46 元。
利君股份	公司发布大股东股份减持公告，于 2025 年 9 月 8 日至 12 月 3 日累计减持公司股份 19,842,770 股，占公司总股本 1.92%，减持完成后持有公司股份 112,419,805 股，占总股本 10.88%。
信质集团	公司发布大股东股份减持公告，于 2025 年 11 月 21 日至 12 月 4 日期间减持股份 1,955,200 股，占公司总股本的 0.48%。减持后，其持股比例由 25.48% 降至 25.00%。
广东宏大	公司拟回购注销 117,184 股限制性股票，回购价格由原授予价格 15.39 元/股调整为 13.98 元/股，本次回购所需资金为 1,638,232.32 元。
上海瀚讯	公司拟向特定对象发行 A 股股票，扣除发行费用后净额将用于三大募投项目，三个项目总投资合计 119,299.53 万元。

资料来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

### 3、风险提示

- (1) 军品订单下发节奏不及预期，将会影响营收增速；
- (2) 新质装备列装不达预期，将会影响营收增速及产品结构；
- (3) 军品价格谈判不及预期，将会影响行业盈利能力；
- (4) 军贸出口业务客户导入不及预期，将会影响海外业务收入体量。

### 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R4（中高风险），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