

“建材材料”与“新经济投资”双轮驱动，持续发展值得期待

增持（首次）

上峰水泥（000672）深度报告

2025 年 12 月 29 日

投资要点：

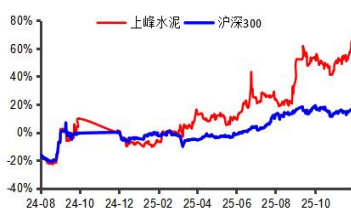
- **水泥业务稳健 盈利能力行业领先。**上峰水泥的传统主业为水泥建材业务，尽管近年水泥主业受行业周期影响，但凭借区域优化布局和精细化运营，其毛利率、净资产收益率(ROE)等核心盈利指标常年位居行业前列，构成公司稳固的业绩“压舱石”。与此同时，公司主营业务的持续厚积稳进，也为其多元化发展提供基础及现金支持。
- **股权投资进入收获期。**公司以财务投资和战略布局为目的，精准切入半导体、新能源、新材料等国家重点支持的科技创新领域，对冲主业周期性风险的同时，也为未来培育新的增长引擎。2024年公司投资收益占净利润比例超过20%；2025年前三季度，股权投资收益及各类资本类业务投资对净利润合计贡献约1.7亿元，约占净利润贡献比例达31%。未来股权投资进一步提升公司增长空间及业绩值得期待。
- **业绩实现修复。**2025年截至三季度末，公司实现净利润及归属净利润分别为5.51亿及5.28亿，同比分别上升45.9%和30.56%。主要由于年内成本及费用管控取得较优成效，以及股权投资贡献收益。在水泥熟料产销量略减、主营营收下降情况下，公司仍实现利润同比增长。
- **积极分红，慷慨回报投资者。**公司2025—2026年分红规划为，现金分红原则上不低于公司当年实现归属于上市公司股东净利润的35%，每年现金分红金额原则上不低于 4 亿元人民币。如果按每年最低4亿元现金分红计算，对应当前公司市值，股息率约为3.47%。
- **总结与投资建议：**公司水泥建材主业虽然受行业周期影响，但凭借其优化的区域布局和极致的成本控制，其毛利率、净资产收益率等核心盈利指标常年位居行业前列，构成公司稳固的业绩及现金流基础。而新经济股权投资组合已进入收获期，未来几年有望持续贡献可观利润，对冲主业周期性风险。与此同时，“新质材料”业务的布局也为公司打开了超越水泥行业的长期成长天花板，有助于公司整体估值的提升。公司坚持持续稳定的高分红政策，2024年分红率高达95.73%，未来两年也承诺保持高分红比例。在低利率环境下，整体股息率具备吸引力，也彰显了公司对股东回报的高度重视和经营信心。预测公司2025年—2027年EPS分别为0.72元、0.87元和0.92元，对应当前股价PE分别为16.56倍、13.8倍及13倍。看好公司持续发展壮大，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**房地产回暖及基建需求低于预期，带来水泥需求的持续下降。“防内卷”政策力度不足，产品价格维持低水平。原材料成本上升，利润率下降。投资业务上市进程缓慢，投资收益低于预期。分红不及预期。

分析师：何敏仪
SAC 执业证书编号：
S0340513040001
电话：0769-22177163
邮箱：hmy@dgzq.com.cn

主要数据 2025 年 12 月 26 日

收盘价(元)	11.97
总市值(亿元)	116.04
AH 股总股本(亿股)	9.69
AH 股流通股本(亿股)	9.69
ROE (TTM)	8.47%
12 个月最高价(元)	12.16
12 个月最低价(元)	6.90

股价走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

相关报告

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 公司简介	3
2. 水泥业务稳健 盈利能力行业领先	3
2.1 建材主业稳健发展	3
2.2 “核心区+增长区”协同布局	5
2.3 盈利能力突出	6
3. 股权投资进入收获期	7
4. 业绩实现修复	9
5. 积极分红，慷慨回报投资者	10
6. 总结与投资建议	10
7. 风险提示	10

插图目录

图 1：2024 年各业务营收占比（单位：%）	3
图 2：2024 年各业务毛利占比（单位：%）	3
图 3：公司近年各业务产能变化（单位：万吨，万方）	4
图 4：公司近年各业务产量变化（单位：万吨，万方）	4
图 5：公司近年各业务销量变化（单位：万吨，万方）	4
图 6：公司布局各区域产能占比（单位：%）	5
图 7：上峰水泥与同行企业销售毛利率对比（单位：%）	6
图 8：上峰水泥与同行企业销售净利率对比（单位：%）	6
图 9：上峰水泥与同行企业 ROE 对比（单位：%）	6
图 10：上峰水泥与同行企业 ROA 对比（单位：%）	6
图 11：公司近十年销售毛利率、净利率及 ROE 变化（单位：%）	7
图 12：上峰水泥近十年营业收入及同比变化（单位：亿元，%）	9
图 13：上峰水泥近十年净利润、归属净利润及同比变化（单位：亿元，%）	9
图 14：上峰水泥近十年经营性现金流及资产负债率变化（单位：亿元，%）	9
图 15：公司近十年现金分红及股利支付率变化（单位：亿元，%）	10

表格目录

表 1：公司股权投资业务及推进情况	7
表 2：公司盈利预测简表（2025/12/26）	11

1. 公司简介

甘肃上峰水泥股份有限公司是一家以水泥及相关建材生产销售为主业的上市公司，公司多年来主要专注于从事水泥熟料、水泥、特种水泥、混凝土等建材产品的生产制造和销售。近年来，公司充分应用已有资源向相关产业延伸，逐渐拓展了水泥窑协同处置环保、智慧物流、光伏储能等相关产业，收缩和逐渐退出房地产业务，适度开展了新经济产业股权投资业务。

公司是中国建材联合会认定的全球建筑材料上市公司百强企业，2024 年度综合实力居全球建筑材料上市公司综合实力第 100 位。中国水泥协会发布 2024 年中国水泥上市公司综合实力排名，公司综合实力排名第 6 位，水泥熟料产能规模居行业第 13 位，中国水泥网公布的水泥行业综合竞争力排名公司居第四位，成长竞争力居行业第三位。

与此同时，公司主要股东相对稳定。控股股东专注、精细的浙商务实精神与第二、三大股东央企、国企等不同体制的严谨规范特点相融合，形成了公司“高效务实+规范稳健”的独特机制文化。自 2013 年重组上市后，公司保持了稳健发展，相关运营效率指标保持行业上市公司前列；同时公司财务稳健，信息化程度高，实施员工持股计划也形成了良好激励机制，进一步激发了团队信心，成为公司持续发展的坚实基础。

2. 水泥业务稳健 盈利能力行业领先

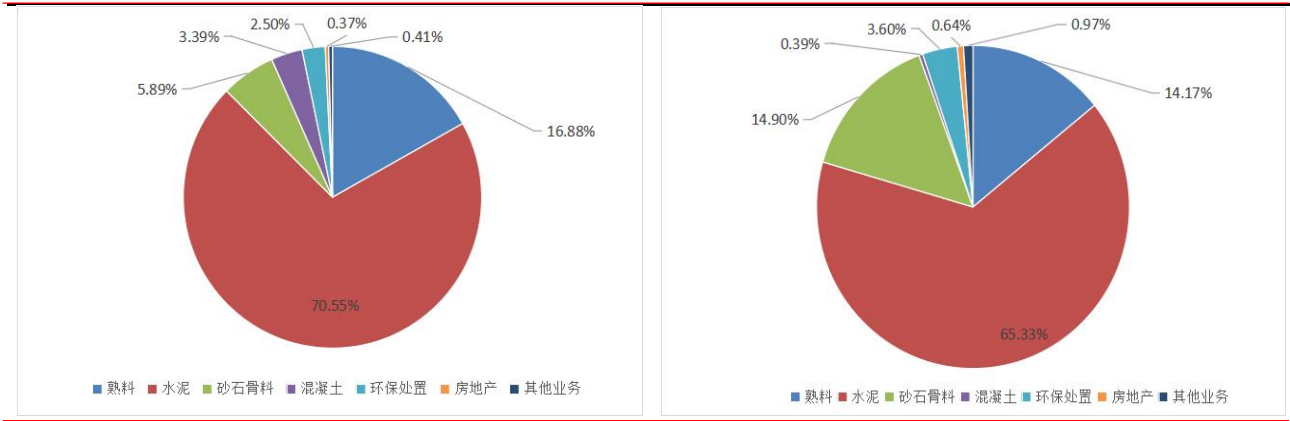
2.1 建材主业稳健发展

上峰水泥的传统主业为水泥建材业务，尽管近年水泥主业受行业周期影响，但凭借区域优化布局和精细化运营，其毛利率、净资产收益率(ROE)等核心盈利指标常年位居行业前列，构成公司稳固的业绩“压舱石”。与此同时，公司主营业务的持续厚积稳进，也为其多元化发展提供基础及现金支持。

上峰水泥主要从事水泥、特种水泥、水泥熟料、混凝土和骨料等建材产品的生产制造和销售。根据 2024 年年报披露，水泥建材营收占比达 96.72%，其中水泥营收占比 70.55%，商品熟料营收占比 16.88%，砂石骨料、商品混凝土营收占比分别为 5.89%及 3.39%。而毛利贡献方面，水泥建材达 94.79%，其中水泥、商品熟料、砂石骨料、商品混凝土占比分别为 65.33%、14.17%、14.9%和 0.39%。

图 1：2024 年各业务营收占比（单位：%）

图 2：2024 年各业务毛利占比（单位：%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

从产能及产销情况看，截至 2024 年底公司具备水泥熟料年产能约 1800 万吨，水泥年产能约 2000 万吨，骨料年总产能约 1800 万吨，商品混凝土年总产能约 60 万方。近年公司整体产能稳步上升。

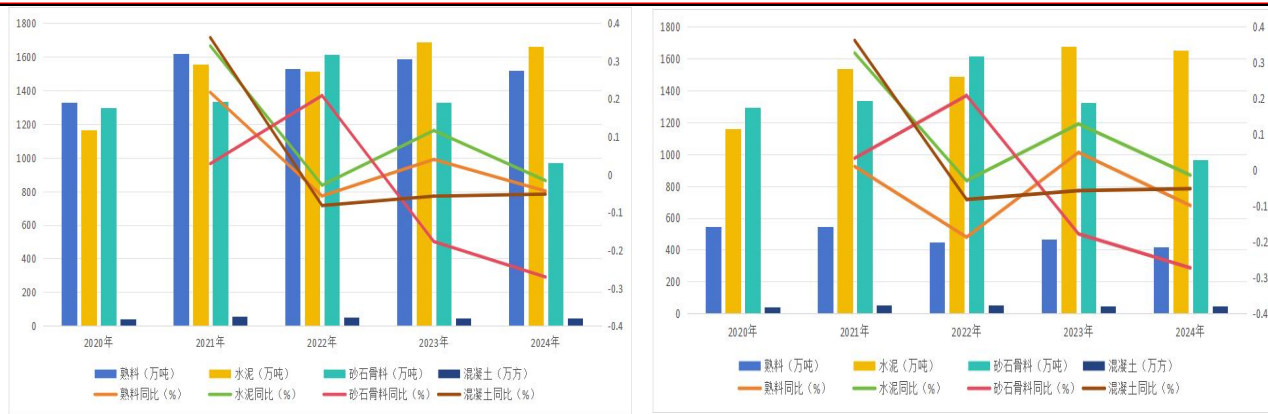
图 3：公司近年各业务产能变化（单位：万吨，万方）



资料来源：公司 2019-2024 年年报，wind 资讯，东莞证券研究所

产销方面，2024 年公司生产熟料 1515.99 万吨，同比下降 4.40%；实际外销熟料 420.95 万吨，同比下降 9.91%；生产水泥 1659.22 万吨，同比下降 1.65%；销售水泥 1653.64 万吨，同比下降 1.46%；生产骨料 967.30 万吨，同比下降 27.09%；销售骨料 963.37 万吨，同比下降 27.28%。混凝土生产及销售均为 45.73 万方，同比均下降 5.22%。

图 4：公司近年各业务产量变化（单位：万吨，万方）图 5：公司近年各业务销量变化（单位：万吨，万方）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

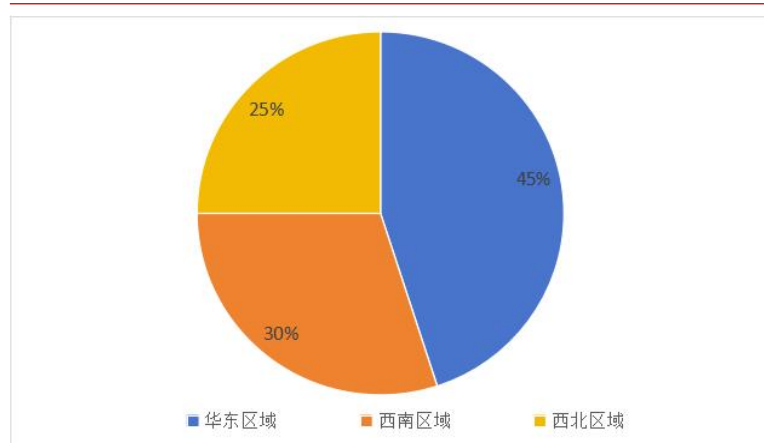
资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

根据工信部发布数据，2024 年全国水泥产量 18.25 亿吨，同比下降 9.5%，水泥产量创下 2010 年以来新低。在全国水泥销量同比下降约 10% 的背景下，公司水泥销量降幅仅为 1.46%，远低于行业平均水平。根据《中国建材》披露，2024 年全年水泥熟料在产产能利用率约 59.6%，水泥产能利用率约 50.8%，而上峰水泥产能利用率分别达 84% 和 83%。

2.2 “核心区+增长区” 协同布局

公司水泥建材以华东、西南和西北三大区域为主，涵盖浙江、安徽、江苏、宁夏、新疆、内蒙古、贵州、广西、江西等 9 个省份，形成了“核心区+增长区”的协同格局。其中华东区域水泥产能占比为 45%，西南区域占比约 30%，西北区域占比约 25%。

图 6：公司布局各区域产能占比（单位：%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

上峰水泥精准的区域战略布局带来其持续较高的盈利能力。华东市场为公司的发源地和利润核心。公司在长江沿岸石灰石资源富集地(如安徽铜陵)建立大型熟料生产基地，利用长江黄金水道的低成本物流优势，将熟料运往沿江、沿海经济发达但资源稀缺的市场(如浙江、江苏)进行粉磨和销售。较好的市场基础和较大的产品需求、稳定而充足的石

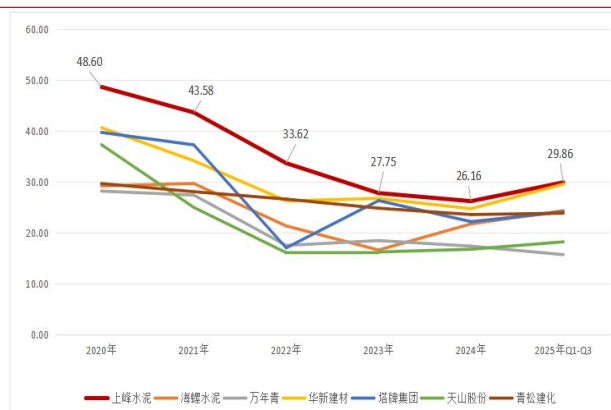
灰石资源保障、沿江沿海优越便捷的物流条件，成为公司业务稳固的核心基础。

近年来公司逐渐在“一带一路”沿线新疆博乐、乌苏、中亚国家的吉尔吉斯斯坦等地区，西北区域宁夏盐池、内蒙古阿拉善，南部区域贵州独山和广西都安发展，初步形成了规模宏大的建筑材料基地群。整体看，新疆、宁夏、内蒙、贵州、广西等地的布局，不仅抓住了西部大开发的政策机遇，也通过多点布局形成了区域内的协同效应，成为公司未来业务增长的重要支撑。

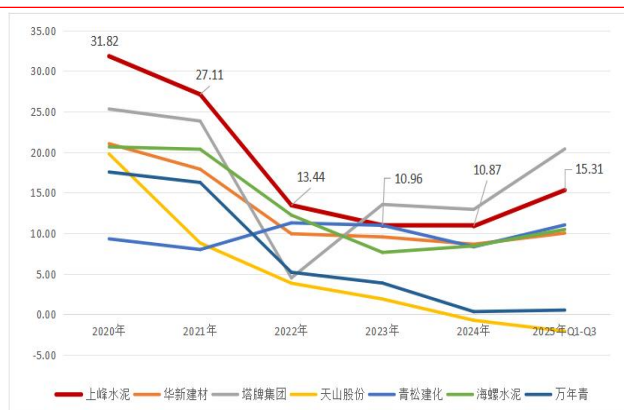
2.3 盈利能力突出

公司近年的销售毛利率、销售净利率、净资产收益率、总资产净利率等指标均保持在水泥行业上市公司中的领先地位，盈利能力出众。

图 7：上峰水泥与同行企业销售毛利率对比（单位：%）图 8：上峰水泥与同行企业销售净利率对比（单位：%）

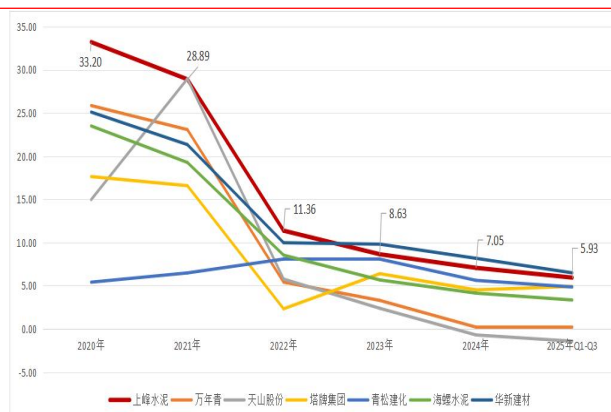


资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所



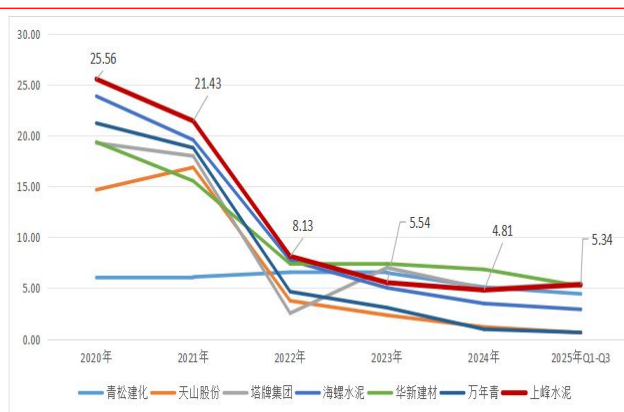
资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 9：上峰水泥与同行企业 ROE 对比（单位：%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 10：上峰水泥与同行企业 ROA 对比（单位：%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

公司销售毛利率、销售净利率在 2019 年分别为 48.8%和 32%，达到近十年峰值，随后开始下降。2024 年毛利率及净利率分别下降至 26.16%和 10.87%，为近年底部，而 2025 年前三季度毛利率及净利率均呈现探底回升态势，公司盈利情况改善。

图 11：公司近十年销售毛利率、净利率及 ROE 变化（单位：%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

整体看，公司在行业中为中等规模，但其盈利能力却远超其规模排名。公司通过精细化的高效运营以及战略性的区域布局，成功构筑了稳固的盈利基本盘。

3. 股权投资进入收获期

股权投资方面，公司以财务投资和战略布局为目的，精准切入半导体、新能源、新材料等国家重点支持的科技创新领域，对冲主业周期性风险的同时，也为未来培育新的增长引擎。

自 2020 年 9 月投资合肥晶合集成以来，上峰在半导体、新能源、新材料领域稳健开展股权投资，截至 2025 年年中累计投资超 17 亿元，尤其半导体投资的系列国产替代龙头，以及新能源新材料各独角兽快速成长，在每年为公司带来财务收益的同时，更在新质产业培育方向为公司“双轮驱动”奠定坚实基础。

除了投资的合肥晶合已上市外，公司目前多个投资项目正稳步推进上市进程。其中昂瑞微上市注册已获通过；上海超硅、盛合晶微申报科创板上市，广州粤芯申报创业板上市，中润光能申报港股上市均获受理；衢州发展（600208）公告拟并购先导电科；长鑫科技申请上市通过辅导验收；芯耀辉进入上市辅导阶段。

公司投资 2 亿元作为 LP 参与的“中建材新材料基金”作为国内材料行业产业投资的重要平台，投资聚焦新材料产业，重点布局无机非金属材料、复合材料等新材料领域。除西安奕材成功上市外，其多个投资项目近期即将进入资本化阶段：其中，燃料电池膜全产业链企业东岳未来氢能上市已首轮问询；感光干膜龙头企业初源新材上市已首轮问询；上海新昇重大资产重组已经审议通过。

表 1：公司股权投资业务及推进情况

序号	投资标的	投资时间	投资规模 (万元)	主要业务	当前进度
1	合肥品合	2020.9	25,000	显示驱动芯片制造	已减持退出
2	硕维轨道	2020.12	4,000	轨道交通智能制造	已签署回购协议
3	广州粤芯	2021.1	20,000	模拟芯片制造	申报创业板上市获受理
4	昂瑞微	2021.5	1,668	射频前端和SOC芯片	上市注册已获通过
5	全芯智造	2021.5	1,668	芯片设计EDA软件	
6	芯耀辉	2021.5	3,892	IP接口及EDA软件	辅导备案
7	摩尔精英	2021.5	2,224	芯片供应链服务和流片服务	
8	至成微	2021.5	556	WIFI芯片	
9	长鑫科技	2021.7	20,000	存储芯片制造	通过辅导验收
10	中建材基金①	2021.7	20,000	新材料	
11	广州粤芯	2022.2	2,800	模拟芯片制造	申报创业板上市获受理
12	中润光能	2022.8	5,000	太阳能光伏电池片	申报港交所受理
13	先导电科	2022.8	10,000	靶材和蒸发材料	光智科技300489并购推进中
14	上海超硅	2022.8	10,000	半导体硅片	申报科创板上市获受理
15	昆宇电源	2022.8	7,600	锂电池储能系统	股改完成
16	数智研究院	2022.12	2,500	数智化软件与系统	
17	瑞迪微	2022.3	2,130	IGBT器件	
18	盛合晶微	2023.3	15,000	半导体先进封装	申报科创板上市获受理
19	芯颖科技	2023.4	2,130	显示驱动芯片	
20	衡川新能源	2023.6	7,450	锂电池隔膜	
21	阜时科技	2023.9	1,065	激光雷达芯片	
22	金美新材	2023.12	5,320	复合集流体	
23	中电化合物	2024.2	3,195	碳化硅与氮化镓	
24	轻蜓光电	2024.9	3,192	半导体检测设备	
25	壹能科技	2025.1	2,128	热管理系统	
合计			178,518(万元)		
备注	①公司作为LP参与的中建材新材料基金，相继投资了上海新昇晶睿半导体科技有限公司、先导电子科技有限公司、西安奕斯伟材料科技股份有限公司、安徽华晟新能源科技有限公司、中材锂膜有限公司等多家独角兽企业				

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

公司股权投资业务持续创造正向收益。2024 年公司投资收益占净利润比例超过 20%；2025 年前三季度，股权投资收益及各类资本类业务投资对净利润合计贡献约 1.7 亿元，约占净利润贡献比例达 31%。

上峰水泥在 2025 年发布了全新的五年规划，战略进一步升级。公司战略格局从“一主两翼”深化调整为“建材材料产业链”与“新经济投资链”的双轮驱动新格局。这一调整标志着股权投资业务从“翼”提升至与主业并驾齐驱的“轮”，成为公司发展的核心引擎之一。公司计划未来五年，股权投资从财务投资及项目并购两类业务入手，为新质主业壮大发展做好基础准备，战略目标是储备 30 亿元以上权益资产，并稳定贡献投资收益及现金流。未来股权投资进一步提升公司增长空间及业绩值得期待。

4. 业绩实现修复

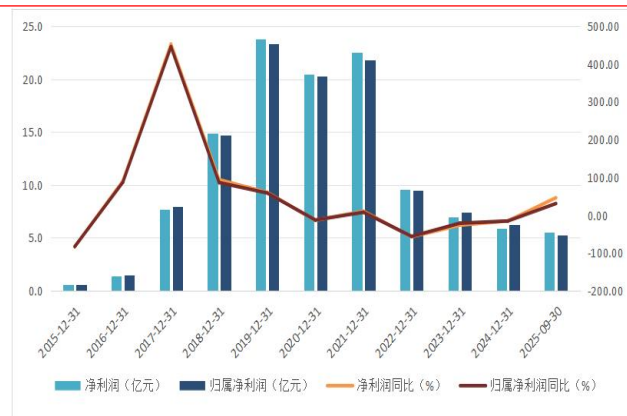
公司 2021 年营业收入达到近十年峰值，随后跟随行业周期性向下。2024 年全年营业总收入为 54.48 亿元，同比下降 14.83%。2025 年前三季度营业总收入为 35.98 亿元，同比下降 5.69%，虽然仍有所下降，但降幅明显收窄。公司近十年净利润及归属净利润峰值出现在 2019 年，分别为 23.78 亿及 23.31 亿，随后也趋势性下行。2024 年全年公司实现净利润及归属净利润分别为 5.92 亿及 6.27 亿，同比分别下降 15.6%和下降 15.7%，降幅相比 2023 年也明显收窄。2025 年截至三季度末，公司实现净利润及归属净利润分别为 5.51 亿及 5.28 亿，同比分别上升 45.9%和 30.56%，业绩出现明显的修复。主要由于年内成本及费用管控取得较优成效，以及股权投资贡献收益。在水泥熟料产销量略减、主营营收下降情况下，公司仍实现利润同比增长。

图 12：上峰水泥近十年营业收入及同比变化（单位：亿元，%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 13：上峰水泥近十年净利润、归属净利润及同比变化（单位：亿元，%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

另一方面，截至 2025 年 9 月末，公司实现经营性净现金流 7.55 亿元，同比增长 2.34%；资产负债率为 42.65%，与年初相比下降了 2.42%。其中有息负债总额 41.88 亿元，有息负债率 24.81%。公司整体负债率较低，现金流充足。

图 14：上峰水泥近十年经营性现金流及资产负债率变化（单位：亿元，%）



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

5. 积极分红，慷慨回报投资者

2013 年公司以重组形式上市，未向市场募资，自此以来公司在未向资本市场融资情况下已实施了 11 次的权益分派方案，累计分红金额 38.19 亿元（含回购）。2024 年，公司每 10 股派发现金红利 6.30 元（含税），合计派发现金红利 6 亿元(含税)，占本年度归母净利润的 95.73%。公司 2025-2026 年分红规划为，现金分红原则上不低于公司当年实现归属于上市公司股东净利润的 35%，每年现金分红金额原则上不低于 4 亿元人民币。如果按每年最低 4 亿元现金分红计算，对应当前公司市值，股息率约为 3.47%。

图 15：公司近十年现金分红及股利支付率变化（单位：亿元，%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

6. 总结与投资建议

公司水泥建材主业虽然受行业周期影响，但凭借其优化的区域布局和极致的成本控制，其毛利率、净资产收益率等核心盈利指标常年位居行业前列，构成公司稳固的业绩及现金流基础。而新经济股权投资组合已进入收获期，未来几年有望持续贡献可观利润，对冲主业周期性风险。与此同时，“新质材料”业务的布局也为公司打开了超越水泥行业的长期成长天花板，有助于公司整体估值的提升。公司坚持持续稳定的高分红政策，2024 年分红率高达 95.73%，未来两年也承诺保持高分红比例。在低利率环境下，整体股息率具备吸引力，也彰显了公司对股东回报的高度重视和经营信心。

预测公司 2025 年—2027 年 EPS 分别为 0.72 元、0.87 元和 0.92 元，对应当前股价 PE 分别为 16.56 倍、13.8 倍及 13 倍。看好公司持续发展壮大，首次覆盖，给予“增持”评级。

7. 风险提示

- （1）房地产回暖及基建需求低于预期，带来水泥需求的持续下降。
- （2）“防内卷”政策力度不足，产品价格维持低水平。

- (3) 原材料成本上升，利润率下降。
- (4) 投资业务上市进程缓慢，投资收益低于预期。
- (5) 分红不及预期。

表 2：公司盈利预测简表（2025/12/26）

科目（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,448	5175	5,340	5550
营业总成本	4,957	4495	4,483	4630
营业成本	4,023	3,667	3,641	3,763
营业税金及附加	68	65	67	69
销售费用	131	114	117	122
管理费用	517	466	481	488
财务费用	92	80	70	65
研发费用	126	104	107	122
公允价值变动净收益	146	80	0	0
资产减值损失	13	20	18	16
营业利润	766	823	1022	1114
加：营业外收入	2	3	5	5
减：营业外支出	11	12	13	15
利润总额	756	814	1014	1104
减：所得税	164	147	213	254
净利润	592	667	801	850
减：少数股东损益	(35)	(33)	(40)	(43)
归母公司所有者的净利润	627	701	841	893
摊薄每股收益(元)	0.65	0.72	0.87	0.92
PE（倍）	18.49	16.56	13.80	13.00

数据来源：iFind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn