

嘉元科技（688388）

证券研究报告
2026年01月18日

铜箔业务困境反转，投资恩达通进军光模块

概况：高端锂电铜箔一梯队公司，25Q1 业绩拐点初现

公司主营锂电铜箔，主要客户为宁德时代等。公司主要产品为锂电池铜箔、电子电路铜箔、高性能精密铜线，2025年H1占总收入的比例分别为84%/3.6%/12%。公司锂电铜箔规模与技术均处于行业第一梯队，是宁德时代锂电铜箔的核心供应商。

公司21-24年因行业产能过剩增收不增利，2025Q1实现扭亏。尽管2021-2024年公司营收持续增长，但因行业产能过剩导致加工费大跌，归母净利润逐年下滑并于2024年亏损。自2025年起，随着订单增加、产能利用率提升及加工费回升，公司毛利率得以修复，当年前三季度已成功扭亏为盈，实现归母净利润0.41亿元，盈利从底部回升。

看点1：绑定大客户+产品升级，助力铜箔业务业绩修复

公司以产能规模、产品升级与大客户绑定三大优势为核心，构筑了深厚的竞争壁垒，驱动锂电铜箔业务持续实现盈利修复与增长。产能方面，公司基地布局完善，产能利用率超90%，并凭借与宁德时代的深度绑定获得长期订单保障；产品方面，极薄、高强等高附加值铜箔逐步放量，推动产品结构优化与毛利提升；行业方面，伴随铜箔加工费进入修复通道，公司有望充分受益于量价齐升，进一步释放盈利弹性。

看点2：参股恩达通，切入光模块赛道，助力发展第二增长极

公司通过“股权转让+增资”方式投资5亿元，获得恩达通13.59%股权，正式切入光模块赛道。恩达通聚焦高速互联，具备800G光模块批量交付能力，2024年发布1.6T光模块产品，应用于数据中心、算力中心等领域。当前AI算力需求爆发带动高速光模块需求，科技巨头加码AI基建，800G/1.6T光模块成为市场主导，此次投资实现业务多元化拓展，与公司现有业务形成协同，提升抗风险能力与核心竞争力。

盈利预测&投资建议

我们预计公司2025-2027年实现营收96、124、153亿元，实现归母净利润0.6、4.0、6.1亿元，25年扭亏为盈，26、27年yoy+552%、51%。

我们选取铜箔公司德福科技、铜冠铜箔，以及公司下游客户宁德时代作为可比公司，根据Wind一致预期，两家公司2026/2027年平均PE估值为58、41X，公司PE估值在49、32X，考虑到现有业务成长性+布局光模块第二增长曲线，上调为“买入”评级。

风险提示：新能源汽车及储能市场需求不及预期，行业价格竞争加剧，光模块等新业务拓展不及预期，公司过往收到监管警示函风险，预测主观性与假设风险，公司前期涨幅过高风险

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,968.60	6,522.27	9,599.55	12,359.91	15,306.48
增长率(%)	7.06	31.27	47.18	28.76	23.84
EBITDA(百万元)	377.12	280.87	527.98	906.24	1,202.86
归属母公司净利润(百万元)	19.03	(238.83)	62.09	404.96	609.53
增长率(%)	(96.34)	(1,354.99)	(126.00)	552.18	50.52
EPS(元/股)	0.04	(0.56)	0.15	0.95	1.43
市盈率(P/E)	1,032.53	(82.27)	316.46	48.52	32.24
市净率(P/B)	2.81	2.92	2.80	2.65	2.45
市销率(P/S)	3.95	3.01	2.05	1.59	1.28
EV/EBITDA	21.82	28.72	36.04	23.99	15.40

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电力设备/电池
6个月评级	买入（调高评级）
当前价格	46.1元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	426.25
流通A股股本(百万股)	426.25
A股总市值(百万元)	19,650.32
流通A股市值(百万元)	19,650.32
每股净资产(元)	15.98
资产负债率(%)	49.98
一年内最高/最低(元)	46.75/13.50

作者

孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	
刘奕町	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050001	
liuyiting@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《嘉元科技-年报点评报告:行业需求减弱，公司盈利承压》2023-04-28
- 《嘉元科技-年报点评报告:21年量利齐增，后续看好公司产能加速释放》2022-05-09
- 《嘉元科技-半年报点评:锂电铜箔供需两旺，业绩基本符合预期》2021-09-08

内容目录

1. 概况：主营高性能电解铜箔，业绩稳健改善	3
1.1. 主营锂电、电子电路铜箔二十余年	3
1.2. 股权结构稳定，利好长期发展	3
1.3. 财务数据：21-24 年业绩下滑，25 年触底回升	4
2. 看点：主业困境反转，收购恩达通切入光模块	4
2.1. 绑定大客户+产品升级，助力铜箔业务业绩修复	4
2.2. 投资参股恩达通，切入光模块赛道	5
3. 盈利预测与估值	5
3.1. 盈利预测	5
3.2. 估值	6
4. 风险提示	6

图表目录

图 1：锂电铜箔	3
图 2：电子电路铜箔	3
图 3：公司股权结构（截至 2025 年三季报）	3
图 4：2020-2025H1 年公司分产品收入及营收增速	4
图 5：2020-2025Q1-3 公司归母净利润（亿元）	4
图 6：嘉元科技盈利预测	6
图 7：可比公司 Wind 一致预期（2026 年 1 月 16 日）	6

1. 概况：主营高性能电解铜箔，业绩稳健改善

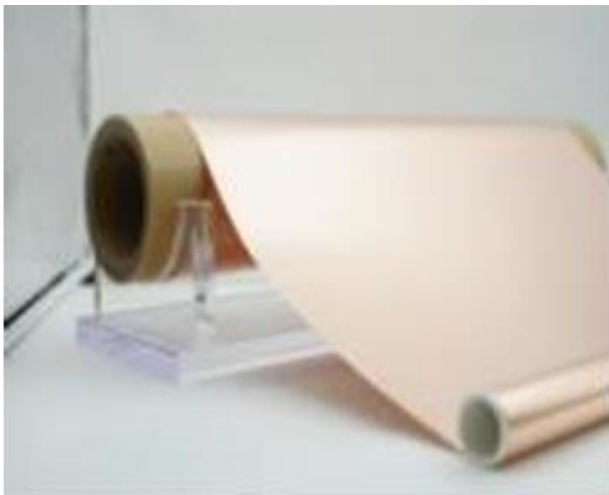
1.1. 主营锂电、电子电路铜箔二十余年

公司深耕电解铜箔行业二十余年，是锂电铜箔一梯队企业。公司成立于2001年9月，主要从事各类高性能电解铜箔的研究、制造和销售。公司目前是国内高性能锂电铜箔行业领先企业之一，出货量位居行业前列，规模与技术均处于行业第一梯队，已与宁德时代建立了长期合作关系，并成为其锂电铜箔的核心供应商。

公司主要产品为锂电池铜箔、电子电路铜箔、高性能精密铜线，2025年H1占总收入的比例分别为84%/4%/12%，锂电池铜箔、电子电路铜箔毛利率分别为5.67%、-6.02%。

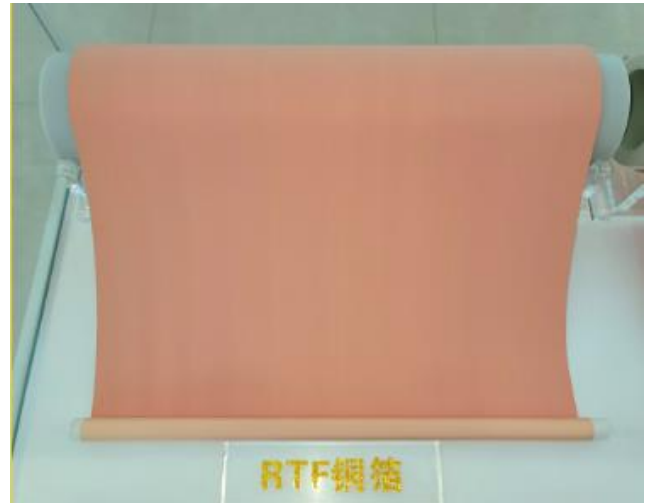
- ✓ **锂电铜箔**：主要包括3-20 μm 各类高性能锂电铜箔，其中以≤6 μm 极薄锂电铜箔为主要产品。
- ✓ **电子电路铜箔**：主要包括高频、高速、红绕、常规箔。
- ✓ **高性能精密铜线**：主要包括裸铜绞线和镀锡绞线。

图 1：锂电铜箔



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 2：电子电路铜箔

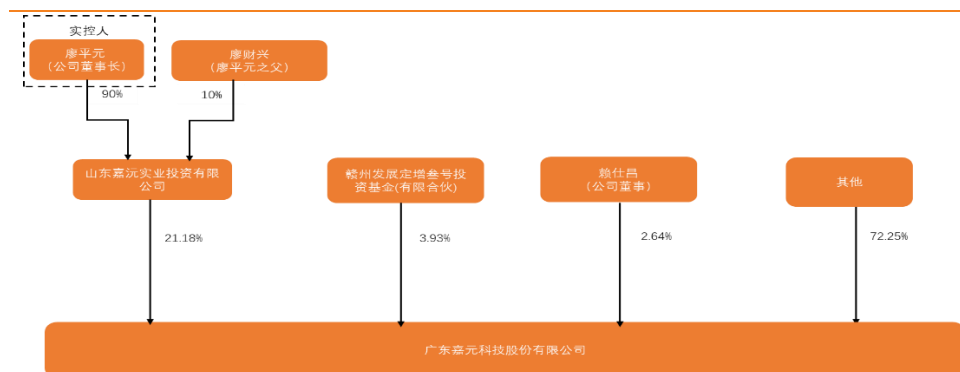


资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 股权结构稳定，利好长期发展

截至2025年三季度，公司董事长廖平元作为实控人持有19.06%股权。山东嘉沅实业投资有限公司为控股股东，持股比例21.18%，廖平元持有山东嘉沅实业投资有限公司90%股权，剩余10%股权由廖财兴持有，二人为父子关系。此外，公司董事赖仕昌持有公司2.64%股权。

图 3：公司股权结构（截至2025年三季度）



资料来源：iFinD、公司年报、公司招股说明书、天风证券研究所

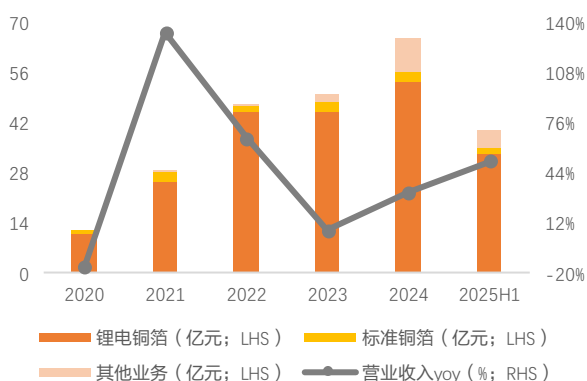
公司的管理层团队具有技术背景深厚和内部成长稳定的鲜明特点。公司管理层多人拥有工程师及以上高级职称，技术导向突出。绝大多数成员长期服务于公司体系，从生产、技术等基层岗位逐步晋升，形成了结构稳定、经验连贯的领导核心。

1.3. 财务数据：21-24 年业绩下滑，25 年触底回升

2021-2024 年，公司因铜箔行业产能过剩，加工费下滑增收不增利。公司营业收入由 28.04 亿元持续增长至 65.22 亿元，年复合增长率为+32.50%。相反，公司归母净利润逐年下滑，2024 年出现亏损，主要因为这几年铜箔行业快速扩产，出现产能过剩、供过于求和价格竞争激烈等情况，导致铜箔加工费大幅下降。

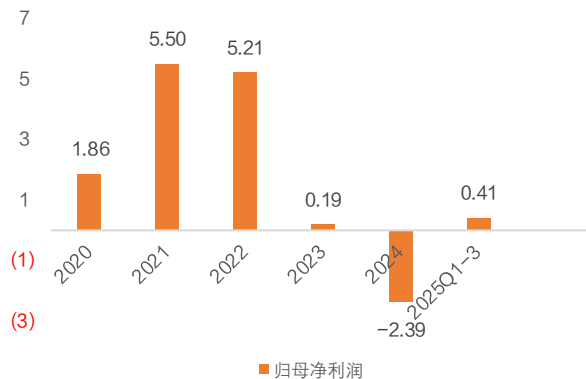
2025Q1 公司靠降本、产能利用率上升、加工费回升开始扭亏。前三季度归母净利润为 0.41 亿元，实现扭亏，其中，Q1-Q3 归母净利润分别为 0.24/0.12/0.04 亿元。扭亏主要源于公司毛利率的修复，主要来自：1) 公司销售订单增加，产能利用率同比上升，单位生产成本降低，导致毛利率上升；2) 需求增长驱动锂电池行业复苏，铜产品加工费已有所回升。

图 4：2020-2025H1 年公司分产品收入及营收增速



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 5：2020-2025Q1-3 公司归母净利润 (亿元)



资料来源：iFinD，天风证券研究所

2. 看点：主业困境反转，收购恩达通切入光模块

2.1. 绑定大客户+产品升级，助力铜箔业务业绩修复

公司凭借行业领先的产能规模、持续升级的高端产品矩阵以及深度绑定宁德时代等核心客户，构建起强劲的竞争壁垒。在产能利用率高企、极薄铜箔逐步放量的推动下，公司盈利基础不断夯实。未来随着铜箔加工费逐步修复，公司盈利弹性有望进一步释放，成长动力充足。

- ✓ **产能规模与大客户绑定构筑竞争壁垒。**公司目前已建成 6 个生产基地，年产能达到 13 万吨以上，规划产能约 25 万吨，位居国内铜箔企业产能规模前列。目前，公司锂电铜箔产线高效运转，稼动率达到 95%，产能利用率超 90%。同时，公司深度绑定宁德时代，2024 年对其销售占比 74%，双方签订 2026-2028 年框架协议，公司优先保障至少 62.6 万吨产能供应，获得长期稳定订单。
- ✓ **产品结构升级改善毛利水平。**公司高端锂电铜箔产品市场竞争力强劲，市占率达 50% 稳居行业前列。公司锂电铜箔产品矩阵丰富，覆盖极薄、中高强超高强、特高强等全系列产品。在极薄铜领域，4.5 μm、4 μm 产品已实现大批量稳定供货，3.5 μm 产品进入小批量供应阶段，3 μm 产品更率先具备量产实力。中高强铜箔出货量占比超 50%，已成为主力产品；超高强铜箔已实现规模化供应，特高强铜箔也通过客户的测

试，已开始批量供应。高端产品市场的竞争力有助于公司毛利率提升。

- ✓ **行业加工费修复有望释放盈利弹性。**高工锂电报告预测，2026 年，铜箔材料加工费可能上涨超 1000 元/吨，若以公司 25 年 10 万吨的销量计划为参照，结合公司截至 25 年 H1 的 13 万吨的产能规模，预计加工费涨价对锂电铜箔毛利拉动 1 亿元+。考虑到公司与大客户宁德时代达成的 3 年 62.6 万吨产能供应协议以及下游需求的稳定增长，公司铜箔销量有望进一步增加，从而撬动利润增量。

2.2. 投资参股恩达通，切入光模块赛道

2025 年 8 月 30 日，嘉元科技公告投资参股武汉恩达通科技有限公司，切入光模块赛道。公司拟投资 5 亿元，通过“股权转让+增资”组合方式获得恩达通 13.59% 股权，其中，1.5 亿元用于受让恩达通 4.5045% 股权，3.5 亿元用于认购其新增注册资本，交易完成后嘉元科技将持有恩达通 13.5870% 股权。2025 年 9 月 20 日，公司更新进展：已与 GONG-EN GU（顾共恩）、邓绍珍、武汉嘉兴科技投资有限公司、武汉创达通科技投资合伙企业、MICHAEL XIAOYAN WEI（韦晓岩）签署了《增资及股权转让合同》，并已按《合同》相关条款的要求和规定时限支付了第一笔转让款人民币 4500 万元及第一笔增资款 1.5 亿元。2025 年 9 月 30 日公司公告“近日，恩达通已办理完毕上述事项相关的工商变更登记手续”。

恩达通成立于 2017 年，专注于有源光模块、无源器件和光放大器等产品的定制化设计和制造服务。公司总部位于武汉，布局美国硅谷和中国光谷两大研发中心，在中国、泰国、北美等地设立全球化生产基地，是国家认可的高新技术企业、国家级专精特新“小巨人”企业，连续多年被评为“光谷瞪羚”企业，也是武汉上市后备的“金种子”企业。

恩达通产品广泛应用于数据中心，算力中心和人工智能等通信系统。公司年产高速光模块和无源产品可达 500 万支，2024 年，恩达通发布 1.6T 光模块产品，具有 800G 光模块批量交付能力。2024 年/2025H1，恩达通营业收入为 14.77 亿元/13.16 亿元，净利润为 0.98 亿元/1.21 亿元。

AI 算力需求增长推动算力集群配比率提升，带动光模块需求增长。AI 大模型训练依赖超算集群互联，此前 AI 服务器间数据传输多依赖铜连接，但随着 AI 芯片互连数量增加，铜连接带宽不足，光互联成为必然选择，高速、低功耗光模块的需求有望保持长期增长。此外，GPU 算力的提升支撑光模块需求数量增长，行业数据显示，GPT-5 的 GPU 与光模块的配比已从传统的 1:3 提升至 1:5 甚至更高；英伟达 B300 以及 GB300 所需的光模块也有望从平均的 2.5 个增加到 5 个。

3. 盈利预测与估值

3.1. 盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年实现营收 96、124、153 亿元，实现归母净利润 0.6、4.0、6.1 亿元。核心假设如下：

- ✓ **铜箔：**收入 25 年参考 25H1 和 25Q1-3 增速预测，26、27 年参考 GGII 预测的行业增速 20% 左右，考虑公司和宁德签订大单和产能情况，按照 30%、25% 增速预测。毛利率参考 25H1 情况和后续新增订单的规模效应以及加工费或有修复。
- ✓ **其他：**主要业务为精密铜线，鉴于公司已与海外客户达成合作意向，参考 25H1 收入增速，预计 25-27 年收入增速在 30%、20%、15%，毛利率按照 5% 预计。
- ✓ **期间费用：**25 年参考 25Q1-3 数据，26、27 年按照 20%、15% 增速增长，同时参考 25Q3 费用率在 3.3%。

图 6：嘉元科技盈利预测

项目	单位	2024年	2025年E	2026年E	2027年E
营业收入	亿元	65	96	124	153
YOY		31%	47%	29%	24%
铜箔	亿元	56	84	109	137
其他	亿元	9.2	12	14	16
毛利率	%	2%	5%	7%	8%
铜箔	%	1%	5%	7%	8%
其他	%	5%	5%	5%	5%
费用率	%	5.2%	4.0%	3.7%	3.5%
期间费用	亿元	3.4	3.8	4.61	5.30
归母净利润	亿元	-2.4	0.6	4.0	6.1
YOY	%			552%	51%

资料来源：Wind、天风证券研究所

3.2. 估值

我们选取铜箔公司德福科技、铜冠铜箔，以及公司下游客户宁德时代作为可比公司，根据 Wind 一致预期，两家公司 2026/2027 年平均 PE 估值为 58、41X，公司 PE 估值在 49、32X，考虑到现有业务成长性+布局光模块第二增长曲线，上调为“买入”评级。

图 7：可比公司 Wind 一致预期（2026 年 1 月 16 日）

PE	2026	2027
德福科技	71	51
铜冠铜箔	83	56
宁德时代	19	15
平均	58	41

资料来源：Wind、天风证券研究所

4. 风险提示

新能源汽车及储能市场需求不及预期：公司主营锂电铜箔产品，下游主要应用于动力电池与储能电池，若新能源汽车销量或储能装机量增长放缓，将影响公司产品需求与收入实现。

行业价格竞争加剧：铜箔行业产能逐步释放，若市场竞争加剧导致加工费下行或高端产品溢价收窄，可能对公司毛利率修复进程造成压力。

光模块等新业务拓展不及预期：公司通过参股恩达通切入光模块赛道，若其在 800G/1.6T 产品量产、客户导入等方面进展缓慢，将影响第二增长曲线的贡献。

公司过往收到监管警示函风险：公司在 2023、2024 年有收到监管警示函，涉及募集资金使用与信息披露、研发费用及财务核算、内幕信息管理等违规，若后续有进一步影响，将影响我们的判断。

预测主观性与假设风险：本报告中的盈利预测、估值判断等基于多项假设，包括行业增长、产品价格、公司产能利用率等，实际结果可能因市场变化而与预测存在偏差。

公司前期涨幅过高风险：公司近一段时间涨幅较大，需注意股价波动风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,542.26	1,980.64	3,755.48	988.79	4,435.30	营业收入	4,968.60	6,522.27	9,599.55	12,359.91	15,306.48
应收票据及应收账款	784.78	1,857.83	2,035.32	3,045.98	3,331.72	营业成本	4,678.74	6,391.04	9,100.37	11,476.83	14,128.14
预付账款	16.98	10.00	166.96	24.32	211.14	营业税金及附加	25.83	33.92	48.00	49.44	61.23
存货	954.15	1,370.72	904.37	1,773.56	1,366.03	销售费用	12.64	18.70	24.00	30.90	38.27
其他	1,337.87	767.56	1,094.05	1,101.47	1,161.28	管理费用	122.15	135.03	158.39	185.40	168.37
流动资产合计	5,636.04	5,986.75	7,956.18	6,934.12	10,505.48	研发费用	38.62	51.38	67.20	74.16	76.53
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	62.39	101.63	134.41	170.54	246.83
固定资产	5,341.28	5,411.86	5,347.89	5,172.38	4,975.09	资产/信用减值损失	(24.74)	(108.73)	(30.00)	(15.00)	(10.00)
在建工程	610.77	590.12	731.30	772.24	721.68	公允价值变动收益	11.96	(8.49)	(5.00)	5.00	6.00
无形资产	399.41	393.94	384.54	375.13	365.73	投资净收益	(25.00)	(9.97)	10.00	30.00	34.00
其他	813.65	662.07	691.63	690.94	648.22	其他	38.08	55.93	40.00	50.00	55.00
非流动资产合计	7,165.11	7,057.99	7,155.36	7,010.69	6,710.72	营业利润	28.53	(280.70)	82.18	442.64	672.12
资产总计	12,801.16	13,044.74	10,758.32	12,255.43	12,328.22	营业外收入	0.02	0.18	0.20	0.30	0.40
短期借款	351.58	889.47	856.00	863.99	888.00	营业外支出	3.91	3.26	0.90	3.00	1.20
应付票据及应付账款	2,191.43	1,132.16	3,519.14	2,283.03	4,781.04	利润总额	24.64	(283.78)	81.48	439.94	671.32
其他	276.15	676.81	476.18	358.32	581.73	所得税	8.06	(37.31)	20.00	37.00	63.00
流动负债合计	2,819.16	2,698.43	4,851.33	3,505.34	6,250.77	净利润	16.58	(246.47)	61.48	402.94	608.32
长期借款	1,437.33	2,083.91	2,076.00	1,892.00	1,976.00	少数股东损益	(2.45)	(7.64)	(0.61)	(2.01)	(1.22)
应付债券	943.66	1,000.04	888.01	943.30	943.90	归属于母公司净利润	19.03	(238.83)	62.09	404.96	609.53
其他	297.11	215.70	196.99	230.87	235.17	每股收益(元)	0.04	(0.56)	0.15	0.95	1.43
非流动负债合计	2,678.11	3,299.65	3,161.00	3,066.18	3,155.07						
负债合计	5,497.27	5,998.09	8,012.32	6,571.52	9,405.84	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	138.72	144.60	143.99	141.97	140.76	成长能力					
股本	426.24	426.24	426.25	426.25	426.25	营业收入	7.06%	31.27%	47.18%	28.76%	23.84%
资本公积	5,070.34	5,108.87	5,123.13	5,123.13	5,123.13	营业利润	-95.60%	-1083.78%	-129.28%	438.64%	51.84%
留存收益	1,472.06	1,226.83	1,288.92	1,693.88	2,303.41	归属于母公司净利润	-96.34%	-1354.99%	-126.00%	552.18%	50.52%
其他	196.53	140.12	181.73	172.79	164.88	获利能力					
股东权益合计	7,303.89	7,046.66	7,164.01	7,558.03	8,158.43	毛利率	5.83%	2.01%	5.20%	7.14%	7.70%
负债和股东权益总计	12,801.16	13,044.74	10,758.32	12,255.43	12,328.22	净利率	0.38%	-3.66%	0.65%	3.28%	3.98%
						ROE	0.27%	-3.46%	0.88%	5.46%	7.60%
						ROIC	0.99%	-2.30%	1.96%	8.44%	8.44%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	资产负债率	42.94%	45.98%	74.48%	53.62%	76.30%
净利润	16.58	(246.47)	62.09	404.96	609.53	净负债率	3.99%	36.41%	3.33%	38.74%	-4.43%
折旧摊销	258.47	315.72	311.39	318.05	323.91	流动比率	2.00	2.22	1.64	1.98	1.68
财务费用	119.24	157.24	134.41	170.54	246.83	速动比率	1.66	1.71	1.45	1.47	1.46
投资损失	25.00	9.97	(10.00)	(30.00)	(34.00)	营运能力					
营运资金变动	(488.52)	(750.85)	2,394.49	(3,134.62)	2,564.92	应收账款周转率	5.89	4.94	4.93	4.86	4.80
其它	735.74	(739.42)	(5.61)	2.99	4.78	存货周转率	5.26	5.61	8.44	9.23	9.75
经营活动现金流	666.50	(1,253.81)	2,886.78	(2,268.09)	3,715.98	总资产周转率	0.42	0.50	0.81	1.07	1.25
资本支出	1,397.48	418.66	397.92	140.18	62.37	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.04	-0.56	0.15	0.95	1.43
其他	(2,705.99)	(942.82)	(878.83)	(382.01)	(234.63)	每股经营现金流	1.56	-2.94	6.77	-5.32	8.72
投资活动现金流	(1,308.51)	(524.16)	(480.92)	(241.83)	(172.26)	每股净资产	16.38	15.77	16.47	17.40	18.81
债权融资	776.50	1,611.39	(686.90)	(247.83)	(89.29)	估值比率					
股权融资	20.96	(17.88)	55.88	(8.93)	(7.91)	市盈率	1,032.53	-82.27	316.46	48.52	32.24
其他	(564.23)	103.18	0.00	(0.00)	0.00	市净率	2.81	2.92	2.80	2.65	2.45
筹资活动现金流	233.23	1,696.69	(631.02)	(256.77)	(97.21)	EV/EBITDA	21.82	28.72	36.04	23.99	15.40
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	60.26	-480.35	87.86	36.97	21.08
现金净增加额	(408.77)	(81.29)	1,774.84	(2,766.69)	3,446.51						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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