

浦东建设(600284.SH)

投资评级：买入（维持）

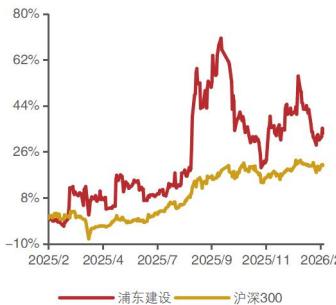
证券分析师

王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com
戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
郦悦轩
SAC: S1350524080001
liyuxuan@huayuanstock.com

联系人

唐志伟
tangzhiwei@huayuanstock.com
林高凡
lingaofan@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026年02月12日

收盘价(元)	7.97
一年内最高/最低(元)	10.65/5.82
总市值(百万元)	7,732.94
流通市值(百万元)	7,732.94
总股本(百万股)	970.26
资产负债率(%)	73.77
每股净资产(元/股)	8.13

资料来源：聚源数据

——深耕浦东，稳健发展

投资要点：

- **浦东新区国资控股市政施工平台，高分红彰显回报意愿。**公司深耕基础设施建设二十余年，系浦发集团控股、浦东新区国资委实际控制的市政施工平台，资源禀赋优越。前期通过浦建集团并入实现施工资源整合，近年收购浦东设计院向产业链上游延伸，构建“设计+施工+投资”一体化布局，业务涵盖投融资、施工、绿化、材料等环节。2024年施工工程营收同比增长7.06%至183.36亿元，占比97.40%，毛利率同比回升0.55pct至7.50%，带动整体毛利率回升至7.74%。期间费用率维持低位，净利率略有承压但仍达3.19%。公司坚持稳定分红传统，2024年派息比例提升至43.66%，并明确2024-2026年分红规划，体现强回报意愿与投资吸引力。
- **财政实力稳健夯实资金保障基础，四季度订单表现回暖。**2024年上海市综合财力达14,027.9亿元，居全国第六，债务率仅64.81%，为全国最低，财政结构健康、偿债能力强，为重大项目建设与工程回款安全提供保障。浦东作为上海核心增长极，2024年GDP达1.78万亿元，占全市32.92%；固定资产投资同比增长5.0%，高于全市平均水平，建设动能持续充沛。从区域来看，公司重大订单均集中于上海，其中浦东区域集中度较高。2025年，公司实现新签建筑订单总额约137.69亿元，同比下降22.72%，短期经营承压；其中2025年第四季度新签建筑订单36.84亿元，同比增长39.45%，单季度表现出现边际改善。
- **一体化能力持续深化，园区业务运营成熟有望增强利润弹性。**公司聚焦“科技型全产业链基础设施投资建设运营商”战略定位，构建涵盖设计咨询、工程建设、园区运营的综合服务体系，累计基础设施投资超350亿元，具备规划、施工、投融资一体化能力。近年来积极拓展园区开发运营，打造“德勤园+TOP芯联”双项目布局。未来伴随项目经营逐步完善、租金收益释放，有望为公司贡献稳定利润来源，强化业绩弹性与抗周期能力。
- **盈利预测与评级：**基于前述假设，我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为3.54亿元、3.56亿元和3.69亿元。公司持续深耕本地市场，同时积极拓展城市更新、基础设施、产业园区等业务板块，核心建筑主业韧性充足。考虑到公司业务结构、区域优势与现金流表现更具竞争力，分红较稳定，维持“买入”评级。
- **风险提示：**区域投资放缓；现金流动风险；园区运营不及预期。

盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,726	18,859	15,187	15,390	15,888
同比增长率(%)	25.85%	6.39%	-19.47%	1.34%	3.23%
归母净利润(百万元)	577	593	354	356	369
同比增长率(%)	1.68%	2.82%	-40.27%	0.43%	3.67%
每股收益(元/股)	0.59	0.61	0.37	0.37	0.38
ROE(%)	7.67%	7.66%	4.45%	4.35%	4.39%
市盈率(P/E)	13.40	13.03	21.82	21.73	20.96

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

基于前述假设，我们预计公司 2025 - 2027 年归母净利润分别为 3.54 亿元、3.56 亿元和 3.69 亿元。公司持续深耕本地市场，同时积极拓展城市更新、基础设施、产业园区等业务板块，核心建筑主业韧性充足。考虑到公司业务结构、区域优势与现金流表现更具竞争力，分红较稳定，维持“买入”评级。

关键假设

分业务来看，施工工程作为公司最核心的业务板块，我们预计 2025 - 2027 年收入分别同比-20%、+1%、+3%。设计勘察咨询业务短期仍处于调整阶段，收入端继续承压，预计 2025-2027 年收入增速分别为 -20%、+3%、+3%。园区综合开发业务作为未来潜力增长点，在 TOP 芯联等项目推动下有望进入收获期。

投资逻辑要点

浦东建设作为浦东国资领域内唯一一家以工程施工为主业的上市公司，核心施工业务保持稳健增长，2024 年实现营收 188.59 亿元，同比增长 6.39%。公司具备良好的股东回报传统，2024 年分红比例提升至 43.66%，显著高于行业平均水平，在符合现金分红条件的前提下，承诺以现金方式累计分配的利润不少于最近三年年均可分配利润的 30%。在业务拓展方面，以德勤园与 TOP 芯联为代表，公司积极探索“基金+基地”模式，打造高附加值园区开发运营体系，项目出租率高、盈利能力持续释放，参考张江高科同类项目，其园区租赁毛利率可达 50% - 60%，有望成为公司新的利润增长极。外部环境方面，上海市 2024 年综合财力位列全国前列，债务率为全国最低，浦东新区作为核心区域，建设动能充足、财政保障稳定，有利于公司项目推进与工程回款安全。综合来看，公司具备财务稳健、分红优良、园区成长性强与区域支撑有力等多重优势，具备上行空间。

核心风险提示

区域投资放缓；现金流动风险；园区运营不及预期。

内容目录

1. 浦东国资加持，主业突出财务稳健	5
2. 上海市财政收入充裕，订单夯实业绩底盘	8
3. 拓展全链条基础设施服务，打造高维园区开发运营体系	10
4. 盈利预测与评级	12
4.1. 盈利预测	12
4.2. 投资建议	12
5. 风险提示	13

图表目录

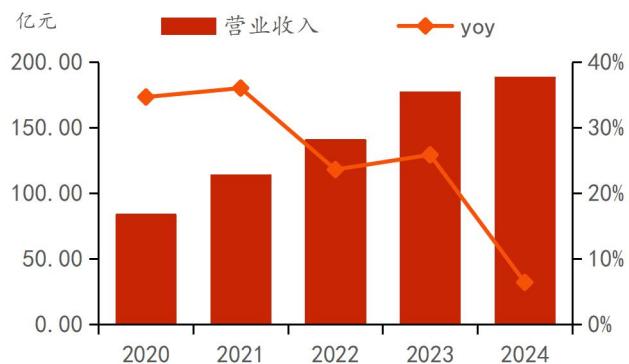
图表 1: 2020–2024 年营业收入及增速	5
图表 2: 2020–2024 年归母净利润及增速	5
图表 3: 公司业务介绍	6
图表 4: 2020–2024 年公司业务结构占比	6
图表 5: 2020–2024 年各业务毛利率	6
图表 6: 2019–2024 年公司毛利率及净利率	6
图表 7: 2020–2024 年公司各项费用率情况	6
图表 8: 2020–2024 年公司现金流表现 (单位: 亿元)	7
图表 9: 2020–2024 年现金分红及分红情况	7
图表 10: 2024 年各省份综合财力情况	8
图表 11: 2024 年地方债务余额及债务率	8
图表 12: 全国、上海与浦东新区固投增速	9
图表 13: 2020–2025 年公司新签建筑合同额	9
图表 14: 2025 年公司分业务新签订单额	9
图表 15: 公司“一体两翼”经营架构图	10
图表 16: 德勤园航拍图	11
图表 17: TOP 芯联效果图	11

1. 浦东国资加持，主业突出财务稳健

浦东新区国资委控股市政施工企业，深耕基础设施建设领域二十多年。公司前身为上海浦东路桥建设总公司，1998年完成股份制改制，2004年在上交所上市，成为浦发集团旗下首家上市公司。2013年，浦建集团整体并入公司，完成浦发集团施工板块整合，资源基础与项目管理能力进一步夯实。近年来，公司积极向“科技型全产业链基础设施投资建设运营商”转型，2022年收购浦东设计院，业务延伸至设计、勘察、咨询等前端环节，逐步构建涵盖投融资、工程施工、养护、材料供应、绿化工等在内的多元业务体系，盈利模式由单一施工拓展为“投资+施工”双轮驱动。截至2025H1末，公司第一大股东为上海浦东发展（集团）有限公司，持股比例32.78%，其全资子公司浦东投资另持4.22%，合计持股比例37.00%；实际控制人为上海市浦东新区国资委。

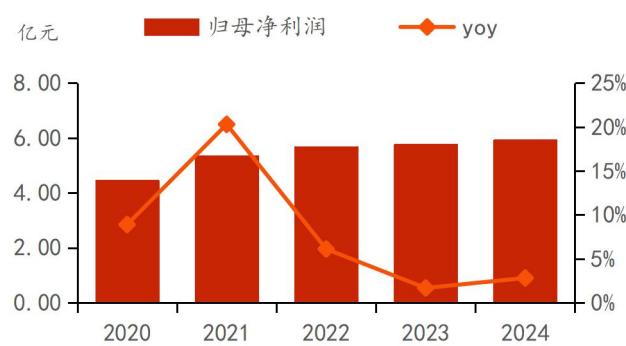
公司营业收入长期稳健，归母净利润25H1阶段承压。2020-2024年，公司营业收入由83.76亿元增至188.59亿元，年均复合增长率达22.49%；归母净利润连续五年实现正增长，从4.45亿元提升至5.93亿元，年均复合增长率为7.48%。然而，2025年上半年在区域市场承压、竞争加剧以及工程项目投放节奏变化等因素影响下，公司市场开拓低于预期，施工在建项目累计工作量较上年同期下降。2025H1公司实现营业收入68.07亿元，同比下降30.56%；归母净利润为2.27亿元，同比下降12.79%。

图表1：2020-2024年营业收入及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表2：2020-2024年归母净利润及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

施工工程为公司核心主业，占比保持在较高水平。公司主要业务涵盖建筑工程施工、设计勘察咨询、园区开发运营、沥青砼及相关产品生产销售、基础设施项目投资等五大板块。2020-2024年，公司施工工程项目营业收入CAGR为22.23%，2025H1施工业务营业收入为65.47亿，同比-31.54%，占总营收的96.17%。毛利率方面，2025H1施工业务毛利率为6.71%，同比-0.61pct。

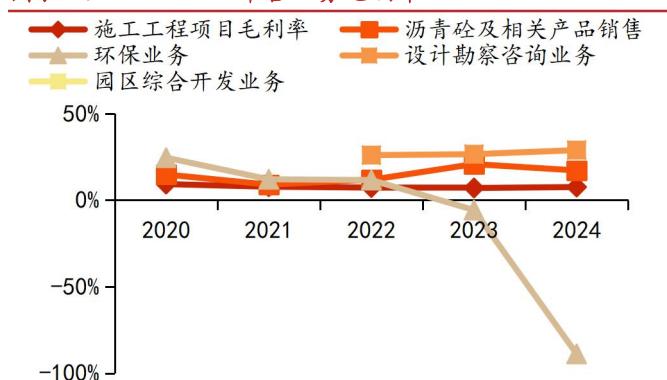
图表 3：公司业务介绍

业务板块	主要内容概述
建筑工程施工	公司核心业务，涵盖市政、公路、水利、房建等领域，旗下浦建集团、浦东路桥等子公司资质齐全、技术实力雄厚，具备承接大型工程能力，项目多次获评国家级优质工程。
设计勘察咨询	控股子公司浦东设计院拥有多项甲级设计与咨询资质，具备规划、设计、勘察、咨询等全过程服务能力，与施工板块协同紧密，形成一体化业务链条。
园区开发运营	公司延伸布局产业园区与商办地产，探索“房东+股东+产业平台”模式，配套产业基金与孵化平台，提升资产运营与产业协同能力。
沥青砼及材料业务	孙公司沥青材料为“专精特新”企业，具备沥青混合料生产一级资质，自主研发的温拌沥青产品已广泛应用于上海重点路桥工程。
基础设施投资	公司积极施行项目投资业务拉动传统施工业务的经营策略，实现从单一施工收入向投资与施工并重的模式转型。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

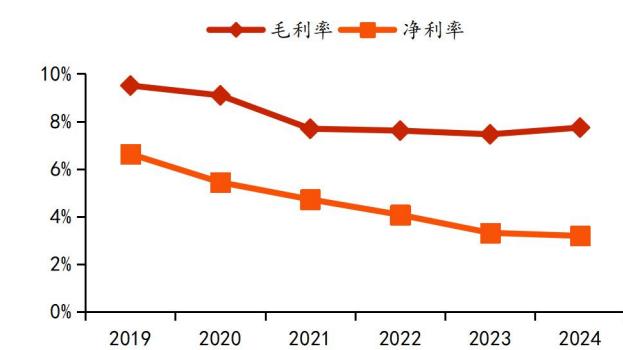
图表 4：2020–2024 年公司业务结构占比


资料来源：公司公告，华源证券研究所

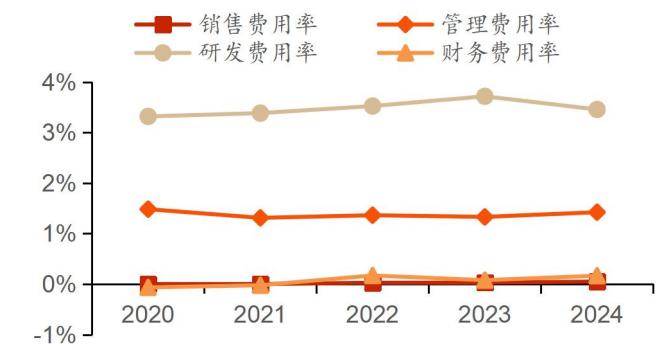
图表 5：2020–2024 年各业务毛利率


资料来源：公司公告，华源证券研究所

毛利率波动调整，期间费用率控制良好。受 BT 项目管理收入减少等因素影响，公司整体毛利率自 2020 年的 9.09%逐年下降至 2023 年的 7.46%，2024 年回升 0.28pct 至 7.74%。净利率方面，2020–2024 年整体呈下滑趋势。2025 年上半年，公司毛利率为 7.20%，同比 -0.27pct；净利率为 3.38%，同比+0.69pct。期间费用率方面，2020–2024 年整体保持稳定，2025 年上半年管理/销售/财务/研发费用率分别为 1.62%/0.004%/0.39%/2.76%，同比分别变动+0.59pct/-0.02pct/+0.36pct/-1.27pct，整体期间费用率下降 0.34pct，维持在约 5% 的水平。

图表 6：2019–2024 年公司毛利率及净利率


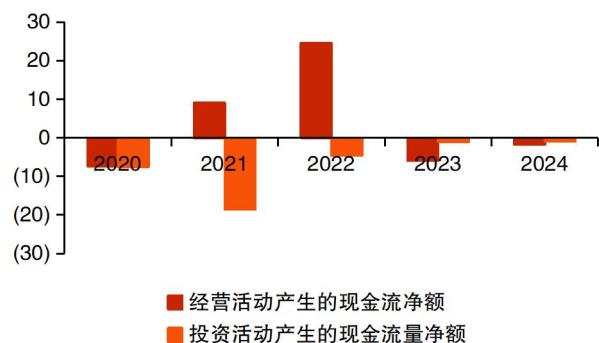
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 7：2020–2024 年公司各项费用率情况


资料来源：Wind，华源证券研究所

现金流稳健运行，股东回报持续提升。公司现金流整体表现良好，2020–2024 年经营活动现金流净额累计实现净流入 18.53 亿元；与此同时，公司资本开支持续收缩，2024 年投资活动现金流净额降至 -0.91 亿元。分红方面，自 2012 年以来，公司年度现金分红比例始终保持在 30% 以上。2024 年，公司分配现金红利约 2.59 亿元，较上年增加约 0.5 亿元，同比提升 24.19%，分红比例升至 43.66%，创近年新高。同时，公司已明确 2024–2026 年股东回报规划，在符合现金分红条件的前提下，承诺以现金方式累计分配的利润不少于最近三年年均可分配利润的 30%。

图表 8：2020–2024 年公司现金流表现（单位：亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 9：2020–2024 年现金分红及分红情况

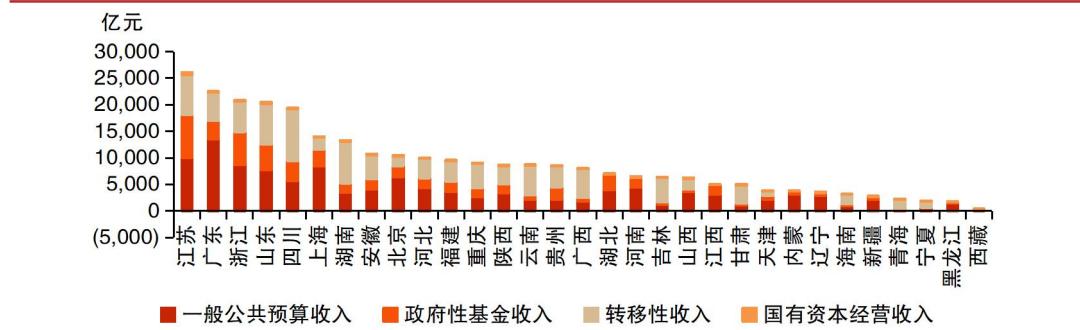


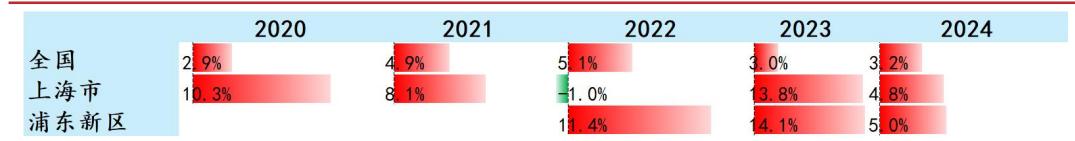
资料来源：Wind，华源证券研究所

2. 上海市财政收入充裕，订单夯实业绩底盘

财政实力稳健，充足财力保障工程回款安全。我们将“地方一般公共预算收入、转移支付收入、政府性基金收入及国有资本经营收入”四项合并，作为衡量各省市综合财力的重要指标。2024年，上海市综合财力达到14,027.9亿元，在全国31个省市中排名第六，显示出雄厚的财政基础。同时，上海市债务率为64.81%，为全国最低水平，充分体现出其健康的财政收支结构与较强的偿债能力。稳定的财政环境不仅保障了重大工程项目的持续投入，也为施工企业的工程回款与资金安全提供了坚实支撑。

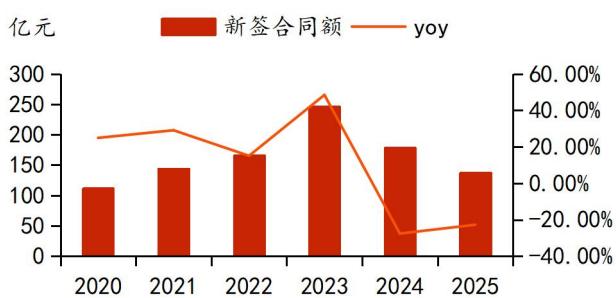
图表 10：2024 年各省份综合财力情况



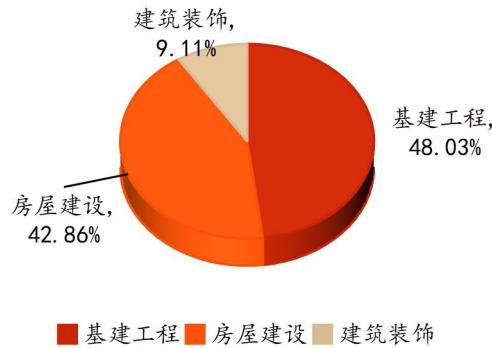
图表 12：全国、上海与浦东新区固投增速


资料来源：Wind，企业预警通，华源证券研究所

订单规模阶段性回落，四季度呈现回升信号。从区域来看，公司重大订单均集中于上海，其中浦东区域集中度较高。2025年，公司实现新签建筑订单总额约137.69亿元，同比下降22.72%。在行业需求整体承压的背景下，公司全年订单规模阶段性收缩，短期经营承压。单季度表现出现边际改善，2025年第四季度新签建筑订单36.84亿元，同比增长39.45%。从分业务结构来看，基建工程成为订单主力板块，2025年实现新签订单66.13亿元，同比增长21.17%，占整体的48.03%。房屋建设板块新签订单为59.01亿元，同比下滑51.74%，占比为42.86%。建筑装饰板块在2024年低基数基础上实现大幅反弹，2025年新签订单达12.54亿元，同比增长高达858.43%。

图表 13：2020–2025 年公司新签建筑合同额


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 14：2025 年公司分业务新签订单额


资料来源：公司公告，华源证券研究所

3. 拓展全链条基础设施服务，打造高维园区开发运营体系

夯实一体化运营体系，布局全链条基础设施服务能力。近年来，公司围绕“科技+金融”双赋能，构建以基础设施建设为核心的“一体两翼”经营架构，明确打造“科技型全产业链基础设施投资建设运营商”的战略定位。自2002年承接首个基础设施投融资项目以来，业务布局已覆盖上海、江苏、浙江、安徽等地，累计投资规模超350亿元，重点聚焦城市快速路、骨干路和高等级公路等领域。在设计环节，公司围绕规划建筑、市政、园林及新兴业务四大板块展开布局，业务涵盖传统设计、智能交通、智慧城市、建筑工业化、BIM应用、城市管廊、海绵城市与车路协同等方向，在市政和建筑设计领域具备一定行业影响力；在工程建设方面，公司已承建浦东新区、无锡、常州、诸暨等地多项重大基础设施项目，涵盖道路、立交、垃圾处理设施及保障房等类型。长期实践推动公司形成成熟的一体化项目运作模式，为其在基础设施及园区等领域提供全生命周期服务奠定了坚实基础。

图表15：公司“一体两翼”经营架构图



资料来源：公司公告，华源证券研究所

以德勤园和TOP芯联为代表，探索商办园区开发新范式。2019年，公司明确将园区开发与运营作为战略拓展方向，确立“主业+投融资能力+园区招商运营能力”的高维竞争模式，通过成功竞拍周家渡社区三个地块，正式切入园区开发运营赛道，并积极参与浦东科创母基金、张江燧锋科创基金、海望引领基金等多支产业投资基金，实现“基金+基地”联动，推动产业园区从建设向招商、运营延伸。在项目实践上，公司重点推进德勤园与TOP芯联两大园项目：

- **德勤园：**由公司负责开发与运营，位于上海浦东金桥经济技术开发区，面积约31.41亩，于2019年5月正式开园。项目面向大型企业办公、科研与后台服务需求，采取整栋毛坯租赁模式。2021年完成主要客户锁定，2022年与2023年出租率均达100%，并已为公司贡献稳定租金收入。根据公司年报，2024年德勤园所属主体上海德勤投资发展有限公司实现营业收入4283.90万元。

- **TOP 芯联园：**为公司首个自主投资、开发、运营的商办类项目，位于浦东成山路世博板块，土地成交价 15.76 亿元，总建面约 14.3 万平方米，由 3 栋甲级塔楼、4 栋独栋办公与商业裙楼构成，定位服务于“浦东中国芯、智能制造”等产业升级需求。项目于 2021 年开工，2023 年 12 月商业板块开业，签约率超 90%，办公板块重点引入人工智能与芯片孵化器企业，未来有望形成区域特色产业集聚。

参考园区开发运营较为成熟的张江高科，其园区租赁业务毛利率普遍维持在 50% - 60% 的较高水平，随着德勤园与 TOP 芯联项目运营趋稳、出租率持续提升，公司园区业务有望成为利润增长的重要来源。

图表 16：德勤园航拍图



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 17：TOP 芯联效果图



资料来源：公司公告，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

作为浦东国资领域内唯一一家以工程施工为主业的上市公司，浦东建设深度参与新区重点工程建设，主业聚焦路桥施工，辅以设计咨询与产业园开发等多元业务，具备稳健成长基础。依托大股东浦发集团在资金、项目资源方面的有力支持，叠加浦东新区基础设施持续投资的外部环境，公司主业具备稳定扩张基础，同时园区综合开发等新兴业务也展现出积极成长潜力。

收入预测方面，我们预计公司 2025 - 2027 年营业收入将分别达到 151.87 亿元、153.90 亿元和 158.88 亿元，对应同比增速分别为-19.47%、+1.34%、+3.23%。分业务来看，施工工程作为公司最核心的业务板块，我们预计 2025 - 2027 年收入分别同比-20%、+1%、+3%。设计勘察咨询业务短期仍处于调整阶段，收入端继续承压，预计 2025-2027 年收入增速分别为 -20%、+3%、+3%。园区综合开发业务作为未来潜力增长点，在 TOP 芯联等项目推动下有望进入收获期。

毛利率方面，我们预计 2025 年公司整体毛利率为 7.07%，同比下降 0.67pct，主要受业务结构及项目毛利水平影响，短期仍承压。费用率方面，2025-2027 年销售费用率预计维持在 0.04%，研发费用率稳定在 3.44% - 3.46%，体现持续投入；管理费用率或受运营保障需求预计约为 1.58% - 1.59%，较 2024 年小幅上行。

4.2. 投资建议

基于前述假设，我们预计公司 2025 - 2027 年归母净利润分别为 3.54 亿元、3.56 亿元和 3.69 亿元。公司持续深耕本地市场，同时积极拓展城市更新、基础设施、产业园区等业务板块，核心建筑主业韧性充足。考虑到公司业务结构、区域优势与现金流表现更具竞争力，分红较稳定，维持“买入”评级。

5. 风险提示

区域投资放缓风险：公司深度参与浦东新区重大工程建设，若地方财政收紧或项目审批节奏放缓，可能影响新增订单获取与收入确认节奏。

现金流动风险：公司以施工总承包为主，存在一定垫资压力，若项目结算进度或回款不及预期，可能对短期经营现金流造成影响。

园区运营不及预期风险：公司在手多个产业园区项目正逐步进入开发运营期，若招商落地、运营效率或租售转化率不达预期，可能影响园区投资回报。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,632	3,037	3,078	3,178
应收票据及账款	12,632	8,370	8,735	9,477
预付账款	130	75	76	79
其他应收款	1,127	910	922	952
存货	958	1,300	1,171	1,125
其他流动资产	5,094	5,228	5,233	5,245
流动资产总计	23,574	18,920	19,216	20,056
长期股权投资	972	1,053	1,135	1,217
固定资产	417	389	362	335
在建工程	0	0	1	1
无形资产	676	646	646	677
长期待摊费用	16	12	8	4
其他非流动资产	7,077	6,970	7,038	7,089
非流动资产合计	9,158	9,071	9,190	9,323
资产总计	32,732	27,991	28,406	29,378
短期借款	901	1,414	1,550	1,913
应付票据及账款	19,806	15,048	15,230	15,701
其他流动负债	2,935	2,350	2,380	2,455
流动负债合计	23,642	18,813	19,160	20,069
长期借款	1,013	879	725	564
其他非流动负债	221	221	221	221
非流动负债合计	1,234	1,100	947	786
负债合计	24,876	19,913	20,107	20,854
股本	970	970	970	970
资本公积	1,993	1,993	1,993	1,993
留存收益	4,783	5,001	5,216	5,435
归属母公司权益	7,746	7,964	8,179	8,398
少数股东权益	110	115	120	126
股东权益合计	7,856	8,079	8,299	8,524
负债和股东权益合计	32,732	27,991	28,406	29,378

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	18,859	15,187	15,390	15,888
营业成本	17,399	14,113	14,284	14,726
税金及附加	62	46	48	54
销售费用	9	7	7	7
管理费用	268	242	243	251
研发费用	652	526	530	546
财务费用	31	84	92	95
资产减值损失	19	-9	-11	-10
信用减值损失	-84	-67	-77	-76
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	234	235	235	235
公允价值变动损益	34	36	37	33
资产处置收益	0	2	2	2
其他收益	2	2	2	2
营业利润	642	367	374	395
营业外收入	2	13	13	13
营业外支出	2	3	3	3
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	642	377	384	405
所得税	41	18	23	31
净利润	602	360	361	374
少数股东损益	8	5	5	5
归属母公司股东净利润	593	354	356	369
EPS(元)	0.61	0.37	0.37	0.38

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	6.39%	-19.47%	1.34%	3.23%
营业利润增长率	6.62%	-42.83%	1.92%	5.67%
归母净利润增长率	2.82%	-40.27%	0.43%	3.67%
经营现金流增长率	71.09%	-326.07%	143.30%	-37.84%
盈利能力				
毛利率	7.74%	7.07%	7.19%	7.32%
净利率	3.19%	2.37%	2.35%	2.36%
ROE	7.66%	4.45%	4.35%	4.39%
ROA	1.81%	1.27%	1.25%	1.26%

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	602	88	92	114
折旧与摊销	149	160	164	170
财务费用	31	84	92	95
投资损失	-234	-235	-235	-235
营运资金变动	-794	-1,284	-43	-194
其他经营现金流	74	456	247	247
经营性现金净流量	-172	-732	317	197
投资性现金净流量	-91	-22	-26	-54
筹资性现金净流量	-505	159	-250	-43
现金流量净额	-768	-595	41	100

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
估值倍数				
P/E	13.03	21.82	21.73	20.96
P/S	0.41	0.51	0.50	0.49
P/B	1.00	0.97	0.95	0.92
股息率	3.35%	1.77%	1.82%	1.94%
EV/EBITDA	3	7	6	6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。