



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年04月16日

基础数据

04月15日收盘价(元)	35.87
总市值(亿元)	759.52
总股本(亿股)	21.17

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证军工】中航光电: 逆势增长廿一载续创新高, 聚焦连接加速迈向世界一流-2025.05.15

分析师: 董昕瑞

S0190522120002
dongxinrui@xyzq.com.cn

分析师: 石康

S1220517040001
shikang@xyzq.com.cn

分析师: 李博彦

S0190519080005
liboyan@xyzq.com.cn

中航光电(002179.SZ)

穿越周期营收二十一年连增, 光液放量加速布局未来产业

投资要点:

- **公司发布 2025 年年报:** 营收 213.86 亿元, 同比增长 3.39%; 归母净利润 21.62 亿元, 同比下降 35.56%; 扣非后归母净利润 21.03 亿元, 同比下降 35.84%; 基本每股收益 1.02 元, 同比下降 36.37%。业绩快报预计实现营业收入 213.01 亿元, 同比增长 2.98%; 归母净利润 21.24 亿元, 同比下降 36.69%; 扣非后归母净利润 20.70 亿元, 同比下降 36.86%。
- **公司 2025 年度预算:** 据公司《2025 年度财务预算报告》, 2025 年度计划实现营业收入 206 亿元, 实际完成率为 103.82%; 计划实现利润总额 38 亿元, 实际完成率为 70.81%。据《2026 年度财务预算报告》, 公司 2026 年度计划实现营业收入 228 亿元, 较 2025 年完成金额增长 6.61%, 较 2025 年计划金额增长 10.68%; 计划实现利润总额 30 亿元, 较 2025 年完成金额增长 11.49%, 较 2025 年计划金额下降 21.05%。公司 2009 至 2025 年, 财务预算中营业收入完成率分别为 87.43%、110.23%、103.69%、97.93%、98.18%、110.83%、111.18%、106.45%、94.25%、110.08%、108.39%、98.14%、111.89%、111.30%、114.71%、93.60%、103.82%, 历史 17 年平均完成率为 104.24%, 其中有 11 年达成目标; 利润总额完成率分别为 91.06%、128.29%、104.70%、92.69%、114.60%、119.30%、131.06%、112.61%、98.63%、103.44%、102.82%、120.08%、119.34%、120.28%、111.12%、91.58%、70.81%, 历史 17 年平均完成率为 107.79%, 其中有 12 年达成目标。公司 2007 年登陆资本市场, 自披露财务数据的 2004 年至今, 连续 21 年实现营收持续增长, 年均增速达 24.03%。
- **光连接器及其他光器件以及光电设备保持高增。** 2025 年公司电连接器及集成互连组件实现营收 159.43 亿元, 同比下降 1.65%, 毛利率 31.72%, 同比减少 7.66pct, 占总营收比重 74.55%, 同比减少 3.82pct; 光连接器及其他光器件以及光电设备实现营收 36.59 亿元, 同比增长 28.74%, 毛利率 23.44%, 同比减少 2.13pct, 占总营收比重 17.11%, 同比增加 3.37pct; 液冷解决方案及其他产品实现营收 17.85 亿元, 同比增长 9.25%。
- **中航富士达收入再创新高, 兴航光电收入利润双修复。** 2025 年, 公司控股子公司沈阳兴华实现营业收入 12.98 亿元, 同比下降 18.96%; 实现净利润 1.92 亿元, 同比下降 29.68%; 净利率 14.78%, 同比减少 2.25pct。控股子公司中航富士达实现营业收入 8.81 亿元, 同比增长 15.51%; 实现净利润 8800.14 万元, 同比增长 49.12%; 净利率 9.99%, 同比增加 2.25pct。参股子公司兴航光电实现营业收入 4.42 亿元, 同比增长 26.19%; 实现净利润 1.51 亿元, 同比增长 36.73%; 净利率 34.14%, 同比增加 2.63pct。
- **利润率承压, 期间费用管控成效显著。** 2025 年, 公司整体毛利率为 29.19%, 同比减少 7.41pct; 归母净利率为 10.11%, 同比减少 6.11pct; 加权平均 ROE 为 9.16%, 同比减少 6.51pct。分季度看, 公司 2025 年四个季度毛利率分别为 28.44% (同比-7.12pct, 下同)、31.77% (-6.70pct)、28.19% (-7.32pct)、27.74% (-8.86pct); 2025 年四个季度归母净利率分别为 13.22% (-5.49pct)、12.56% (-5.13pct)、6.44% (-10.81pct)、7.66% (-5.11pct)。2025 年, 公司期间费用总额 34.24 亿元, 同比下降 11.70%, 期间费用占营收比重 16.01%, 同比减少 2.74pct; 其中, 销售费用 4.68 亿元, 同比下降 4.09%, 占营业收入的 2.19%, 同比减少 0.17pct; 管理费用 9.02 亿元, 同比下降 26.96%, 占营业收入的 4.22%, 同比减少 1.75pct; 财务费用-0.37 亿元, 同比增加 5913.75 万

元，占营业收入的-0.17%，同比增加 0.29pct；研发费用 20.92 亿元，同比下降 7.11%，占营业收入的 9.78%，同比减少 1.11pct。

- **经营活动现金流净额同比减少。**2025 年，公司经营活动产生的现金流净额 15.62 亿元，同比减少 5.88 亿元，主要系部分客户回款情况不及预期；投资活动产生的现金流量净额-15.16 亿元，同比减少 0.54 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-19.16 亿元，同比减少 5.30 亿元，主要系本报告期内公司分红金额较上年增加 4.23 亿元以及公司以集中竞价方式回购股份 1.50 亿元所致。
- **应收账款同比大幅增长，合同负债较年初增长。**截至 2025 年末，公司应收账款 117.18 亿元，同比下降 7.36%，应收票据 56.76 亿元，同比增长 38.91%。公司存货 60.97 亿元，同比增长 29.74%；存货周转率 2.81 次，同比减少 0.15 次。其中，原材料的账面价值为 10.47 亿元，同比增长 2.67%；在产品 15.67 亿元，同比增长 14.81%；库存商品 35.74 亿元，同比增长 48.64%。2025 年，公司重要在建工程项目转入固定资产金额为 25.66 亿元，2024 年为 21.35 亿元，同比增加 4.31 亿元；期末余额为 7.03 亿元，2024 年为 18.90 亿元，同比减少 11.87 亿元；固定资产新增折旧金额为 6.28 亿元，2024 年为 5.09 亿元，同比增加 1.19 亿元。截至 2025 年末，公司合同负债 4.14 亿元，较年初增长 48.94%，较三季度末增长 16.16%。
- **第一大客户收入及占比同比下降。**2025 年，公司第一大客户（航空工业集团）销售额为 21.92 亿元，同比下降 35.34%，占年度销售总额比例为 10.25%，同比减少 6.14pct；2021-2024 年公司第一大客户（航空工业集团）销售额分别为 19.39/26.65/37.00/33.90 亿元，同比分别为+15.33%/+37.43%/+38.87%/-8.40%。
- 我们根据最新财报调整盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 24.92/28.68/33.57 亿元，EPS 分别为 1.18/1.35/1.59 元/股，对应 2026 年 4 月 15 日收盘价 PE 为 30.5/26.5/22.6 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：收入确认进度低于预期；市场竞争加剧民品盈利下滑。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	21386	24865	28571	32884
同比增长	3.4%	16.3%	14.9%	15.1%
归母净利润（百万元）	2162	2492	2868	3357
同比增长	-35.6%	15.3%	15.1%	17.0%
毛利率	29.2%	28.8%	28.5%	28.3%
ROE	8.9%	9.8%	10.7%	11.9%
每股收益（元）	1.02	1.18	1.35	1.59
市盈率	35.1	30.5	26.5	22.6

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

- 公司发布 2025 年年报，实现营收 213.86 亿元，同比增长 3.39%；归母净利润 21.62 亿元，同比下降 35.56%；扣非后归母净利润 21.03 亿元，同比下降 35.84%；基本每股收益 1.02 元，同比下降 36.37%。（业绩快报预计实现营业收入 213.01 亿元，同比增长 2.98%；归母净利润 21.24 亿元，同比下降 36.69%；扣非后归母净利润 20.70 亿元，同比下降 36.86%）。

点评

- 营收同比小幅增长，2026 年计划稳健增长

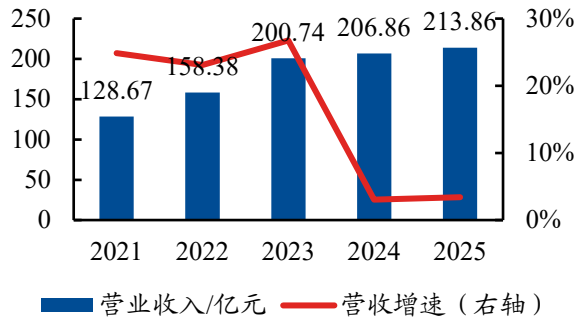
公司发布 2025 年年报，实现营收 213.86 亿元，同比增长 3.39%；归母净利润 21.62 亿元，同比下降 35.56%；扣非后归母净利润 21.03 亿元，同比下降 35.84%；基本每股收益 1.02 元，同比下降 36.37%。（业绩快报预计实现营业收入 213.01 亿元，同比增长 2.98%；归母净利润 21.24 亿元，同比下降 36.69%；扣非后归母净利润 20.70 亿元，同比下降 36.86%）。

据公司《2025 年度财务预算报告》，2025 年度计划实现营业收入 206 亿元，实际完成率为 103.82%；计划实现利润总额 38 亿元，实际完成率为 70.81%。据《2026 年度财务预算报告》，公司 2026 年度计划实现营业收入 228 亿元，较 2025 年完成金额增长 6.61%，较 2025 年计划金额增长 10.68%；计划实现利润总额 30 亿元，较 2025 年完成金额增长 11.49%，较 2025 年计划金额下降 21.05%。公司 2009 至 2025 年，财务预算中营业收入完成率分别为 87.43%、110.23%、103.69%、97.93%、98.18%、110.83%、111.18%、106.45%、94.25%、110.08%、108.39%、98.14%、111.89%、111.30%、114.71%、93.60%、103.82%，历史 17 年平均完成率为 104.24%，其中有 11 年达成目标；利润总额完成率分别为 91.06%、128.29%、104.70%、92.69%、114.60%、119.30%、131.06%、112.61%、98.63%、103.44%、102.82%、120.08%、119.34%、120.28%、111.12%、91.58%、70.81%，历史 17 年平均完成率为 107.79%，其中有 12 年达成目标。公司 2007 年登陆资本市场，自披露财务数据的 2004 年至今，连续 21 年实现营收持续增长，年均增速达 24.03%。

分季度看，公司 2025 年四个季度分别实现营收 48.39 亿元（同比+20.56%，下同）、63.45 亿元（+22.40%）、46.54 亿元（-4.97%）、55.48 亿元（-15.81%）；

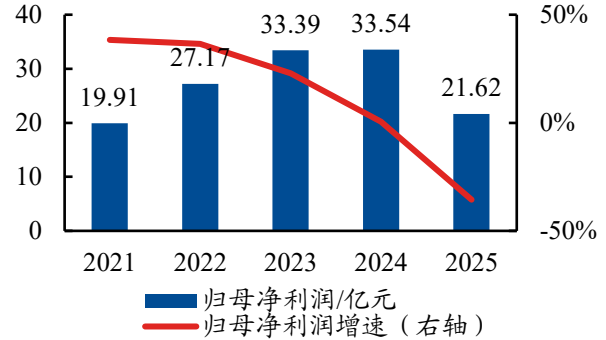
公司 2025 年四个季度分别实现归母净利润 6.40 亿元 (-14.78%)、7.97 亿元 (-13.12%)、3.00 亿元 (-64.50%)、4.25 亿元 (-49.51%)。

图1、2021-2025 年营收及增速



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2021-2025 年归母净利润及增速



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、近年分季度营收和归母净利润情况

年份	季度	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润 (%)
2022	Q1	39.79	39.66	25.04%	7.37	27.14%
	Q2	35.45	42.25	26.67%	7.71	28.39%
	Q3	35.76	42.63	26.91%	7.75	28.54%
	Q4	35.09	33.84	21.37%	4.33	15.93%
2023	Q1	39.51	53.42	26.61%	9.93	29.75%
	Q2	36.60	54.16	26.98%	9.60	28.75%
	Q3	40.53	46.01	22.92%	9.40	28.16%
	Q4	35.23	47.15	23.49%	4.46	13.34%
2024	Q1	35.55	40.13	19.40%	7.51	22.39%
	Q2	35.45	42.25	25.06%	9.17	27.35%
	Q3	35.76	42.63	23.68%	8.45	25.19%
	Q4	35.09	33.84	31.86%	8.41	25.08%
2025	Q1	28.44	48.39	22.63%	6.40	29.60%
	Q2	31.77	63.45	29.67%	7.97	36.87%
	Q3	28.19	46.54	21.76%	3.00	13.88%
	Q4	27.74	55.48	25.94%	4.25	19.65%

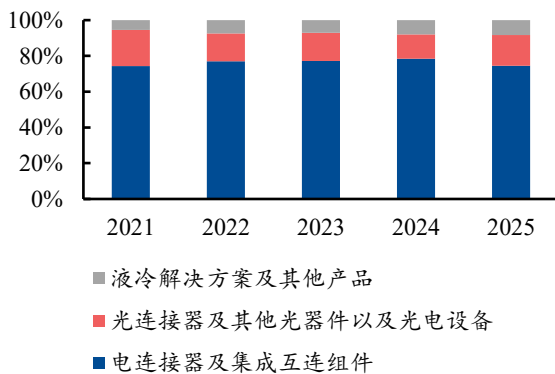
数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 光连接器及其他光器件以及光电设备增长迅猛，持续聚焦未来产业

分产品看，公司主要产品包括电连接器、光器件及光电设备、液冷解决方案及其他产品等。2025 年公司电连接器及集成互连组件实现营收 159.43 亿元，同比下降 1.65%，毛利率 31.72%，同比减少 7.66pct，占总营收比重 74.55%，同比减少 3.82pct；光连接器及其他光器件以及光电设备实现营收 36.59 亿元，同比增长 28.74%，毛利率 23.44%，同比减少 2.13pct，占总营收比重 17.11%，同比增加 3.37pct；液冷解决方案及其他产品实现营收 17.85 亿元，同比增长 9.25%，毛利率 18.41%，同比减少 9.92pct，占总营收比重 8.34%，同比增加 0.45pct。

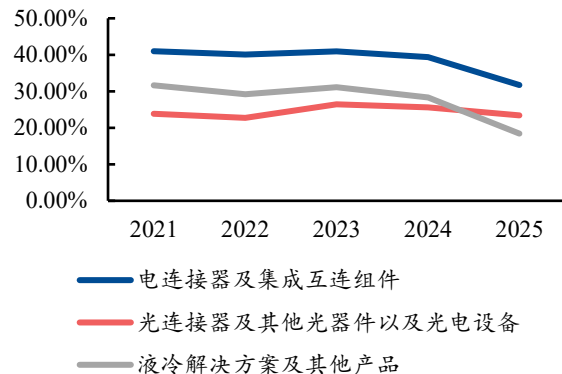
公司深度布局数据中心领域，电源、光纤、高速、液冷产品实现突破性应用，与主流服务器厂商、运营商、互联网厂商深度合作成效显著，大飞机、新能源汽车及其他民用高端领域同样实现高速增长；首批成立了 10 个项目团队，涉及商业航天、深海装备、新能源汽车智能网联及 Busbar、低空经济、储能等多个细分领域；业务规模快速增长，跨部门协同效率提高，为公司高质量发展提供了有力支撑。

图3、2021-2025 年分产品营收（亿元）及占比



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2021-2025 年分产品毛利率



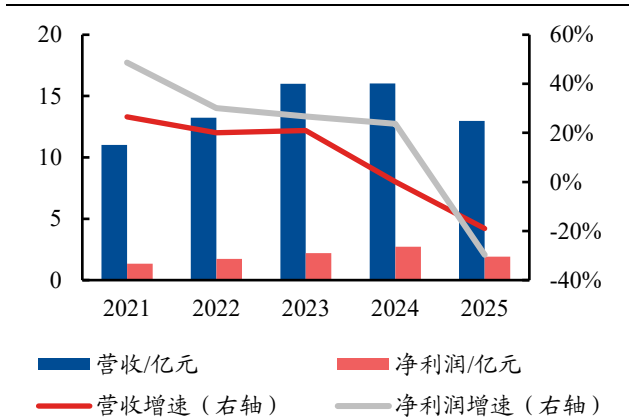
数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 中航富士达收入再创新高，兴航光电收入利润双修复

2025 年，公司控股子公司沈阳兴华实现营业收入 12.98 亿元，同比下降 18.96%；实现净利润 1.92 亿元，同比下降 29.68%；净利率 14.78%，同比减少 2.25pct。控股子公司中航富士达实现营业收入 8.81 亿元，同比增长 15.51%；实现净利润 8800.14 万元，同比增长 49.12%；净利率 9.99%，同比增加 2.25pct。参股子公司兴航光电实现营业收入 4.42 亿元，同比增长 26.19%；实现净利润 1.51 亿元，同比增长 36.73%；净利率 34.14%，同比增加 2.63pct。

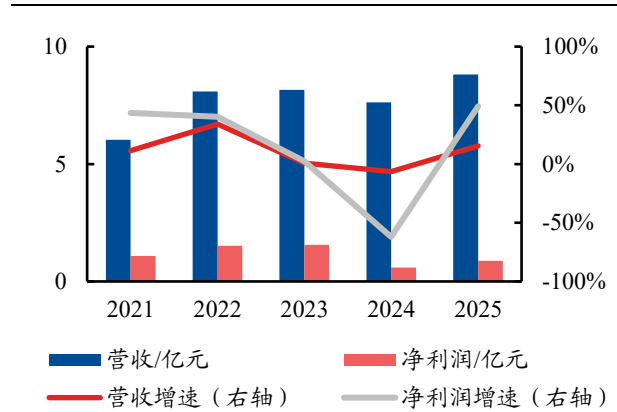
为进一步优化产业布局，深圳市翔通光电技术有限公司实施存续分立并于 2025 年 5 月完成工商登记手续。分立后其利润规模对合并层面影响较小，不再列示。

图5、2021-2025 年沈阳兴华营收、净利润及增速



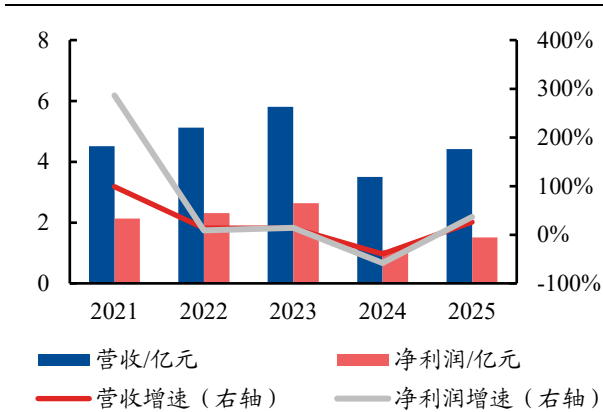
数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2021-2025 年中航富士达营收、净利润及增速



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、2021-2025 年兴航光电营收、净利润及增速



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

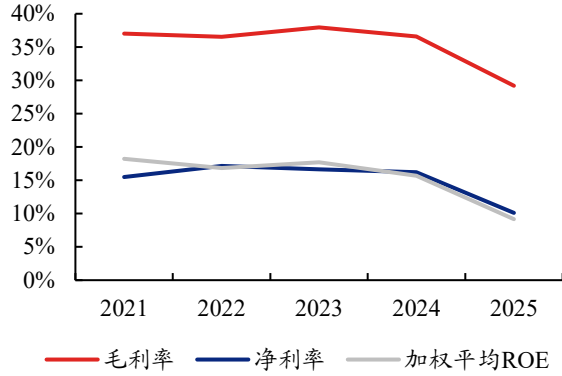
● 利润率承压，期间费用管控成效显著

2025 年，公司整体毛利率为 29.19%，同比减少 7.41pct；归母净利率为 10.11%，同比减少 6.11pct；加权平均 ROE 为 9.16%，同比减少 6.51pct。分季度看，公司 2025 年四个季度毛利率分别为 28.44%（同比-7.12pct，下同）、31.77%（-6.70pct）、28.19%（-7.32pct）、27.74%（-8.86pct）；2025 年四个季度归母净利率分别为 13.22%（-5.49pct）、12.56%（-5.13pct）、6.44%（-10.81pct）、7.66%（-5.11pct）。

2025 年，公司期间费用总额 34.24 亿元，同比下降 11.70%，期间费用占营收比重 16.01%，同比减少 2.74pct；其中，销售费用 4.68 亿元，同比下降 4.09%，占营业收入的 2.19%，同比减少 0.17pct；管理费用 9.02 亿元，同比下降 26.96%，占营业收入的 4.22%，同比减少 1.75pct；财务费用-0.37 亿元，同比增加 5913.75

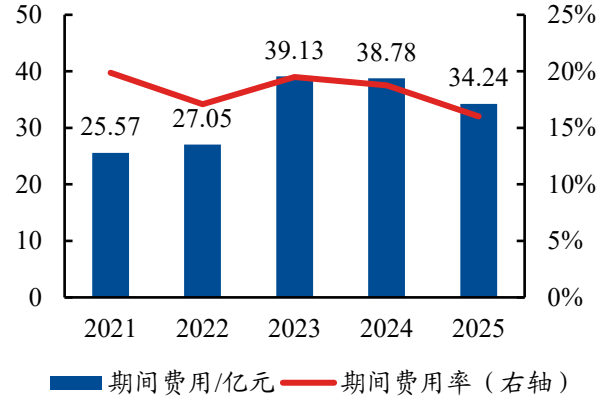
万元，占营业收入的-0.17%，同比增加 0.29pct；研发费用 20.92 亿元，同比下降 7.11%，占营业收入的 9.78%，同比减少 1.11pct。

图8、2021-2025 年毛利率、净利率及加权平均 ROE



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、2021-2025 年期间费用及期间费用率

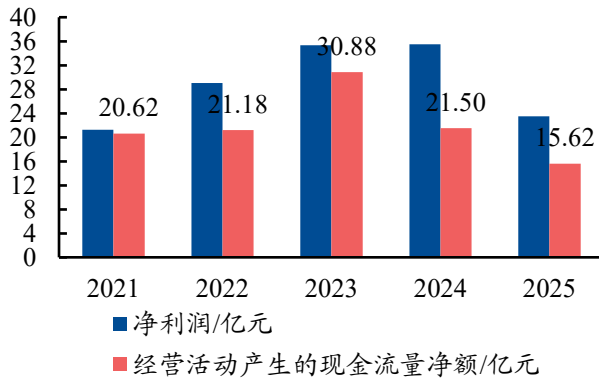


数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 经营活动现金流净额同比减少

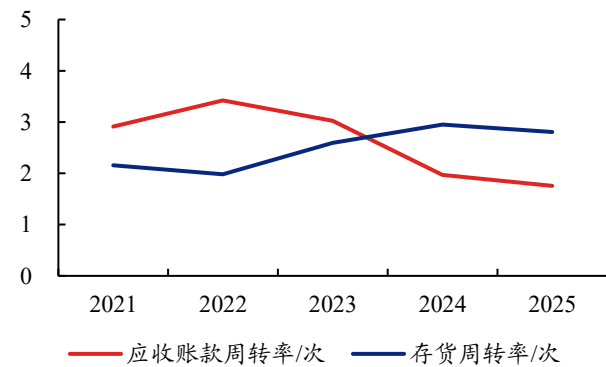
2025 年，公司经营活动产生的现金流净额 15.62 亿元，同比减少 5.88 亿元，主要系部分客户回款情况不及预期；投资活动产生的现金流量净额-15.16 亿元，同比减少 0.54 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-19.16 亿元，同比减少 5.30 亿元，主要系本报告期内公司分红金额较上年增加 4.23 亿元以及公司以集中竞价方式回购股份 1.50 亿元所致。

图10、2021-2025 年净利润及经营活动产生的现金流量净额



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、2021-2025 年应收账款及存货周转率



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 应收账款同比大幅增长，合同负债较年初增长

截至 2025 年末，公司应收账款 117.18 亿元，同比下降 7.36%，应收票据 56.76 亿元，同比增长 38.91%。公司存货 60.97 亿元，同比增长 29.74%；存货周转率 2.81 次，同比减少 0.15 次。其中，原材料的账面价值为 10.47 亿元，同比增长 2.67%；在产品 15.67 亿元，同比增长 14.81%；库存商品 35.74 亿元，同比增长 48.64%。2025 年，公司重要在建工程项目转入固定资产金额为 25.66 亿元，2024 年为 21.35 亿元，同比增加 4.31 亿元；期末余额为 7.03 亿元，2024 年为 18.90 亿元，同比减少 11.87 亿元；固定资产新增折旧金额为 6.28 亿元，2024 年为 5.09 亿元，同比增加 1.19 亿元。截至 2025 年末，公司合同负债 4.14 亿元，较年初增长 48.94%，较三季度末增长 16.16%。

- **第一大客户收入及占比同比下降**

2025 年，公司第一大客户（航空工业集团）销售额为 21.92 亿元，同比下降 35.34%，占年度销售总额比例为 10.25%，同比减少 6.14pct；2021-2024 年公司第一大客户（航空工业集团）销售额分别为 19.39/26.65/37.00/33.90 亿元，同比分别为 +15.33%/+37.43%/+38.87%/-8.40%。

- **盈利预测与投资建议**

我们根据最新财报调整盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 24.92/28.68/33.57 亿元，EPS 分别为 1.18/1.35/1.59 元/股，对应 2026 年 4 月 15 日收盘价 PE 为 30.5/26.5/22.6 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示**

收入确认进度低于预期；市场竞争加剧民品盈利下滑。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	31289	32506	35576	41356
货币资金	7305	7201	6673	7914
交易性金融资产	2	2	2	2
应收票据及应收账款	17394	16696	19153	22067
预付款项	117	137	153	177
存货	6097	8086	9201	10788
其他	374	383	394	408
非流动资产	11238	12183	12943	11753
长期股权投资	363	358	359	359
固定资产	8712	9959	10634	9328
在建工程	703	332	342	338
无形资产	792	912	1033	1153
商誉	69	69	69	69
其他	599	552	506	506
资产总计	42527	44689	48519	53109
流动负债	15437	16163	18323	21008
短期借款	165	159	161	160
应付票据及应付账款	12797	12542	14458	16694
其他	2475	3462	3704	4153
非流动负债	954	1133	1315	1460
长期借款	319	428	609	755
其他	634	705	705	705
负债合计	16390	17297	19638	22468
股本	2100	2117	2117	2117
未分配利润	11634	12427	13335	14398
少数股东权益	1869	2000	2151	2345
股东权益合计	26137	27392	28881	30641
负债及权益合计	42527	44689	48519	53109

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	2162	2492	2868	3357
折旧和摊销	728	1313	1488	1452
营运资金的变动	-1874	-780	-1570	-1854
经营活动产生现金流量	1562	3316	3090	3130
资本支出	-1582	-2255	-2267	-218
长期投资	0	5	-2	1
投资活动产生现金流量	-1516	-2200	-2240	-217
债权融资	-27	173	184	144
股权融资	80	0	0	0
融资活动产生现金流量	-1916	-1225	-1377	-1671
现金净变动	-1866	-105	-528	1241

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	21386	24865	28571	32884
营业成本	15143	17700	20428	23578
税金及附加	156	149	114	164
销售费用	468	522	571	658
管理费用	902	1119	1286	1447
研发费用	2092	2661	3029	3486
财务费用	-37	-120	-112	-142
投资收益	80	50	29	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
信用减值损失	-189	-111	-50	0
资产减值损失	-104	-81	-80	0
营业利润	2664	2767	3211	3709
营业外收支	27	8	-20	44
利润总额	2691	2775	3191	3753
所得税	341	153	172	203
净利润	2350	2623	3019	3550
少数股东损益	188	131	151	194
归属母公司净利润	2162	2492	2868	3357
EPS(元)	1.02	1.18	1.35	1.59

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	3.4%	16.3%	14.9%	15.1%
营业利润增长率	-28.6%	3.9%	16.0%	15.5%
归母净利润增长率	-35.6%	15.3%	15.1%	17.0%
盈利能力				
毛利率	29.2%	28.8%	28.5%	28.3%
归母净利率	10.1%	10.0%	10.0%	10.2%
ROE	8.9%	9.8%	10.7%	11.9%
偿债能力				
资产负债率	38.5%	38.7%	40.5%	42.3%
流动比率	2.03	2.01	1.94	1.97
速动比率	1.61	1.48	1.41	1.43
营运能力				
资产周转率	51.1%	57.0%	61.3%	64.7%
每股资料(元)				
每股收益	1.02	1.18	1.35	1.59
每股经营现金	0.74	1.57	1.46	1.48
估值比率(倍)				
PE	35.1	30.5	26.5	22.6
PB	3.1	3.0	2.8	2.7

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

本公司为富士达(920640)做市商。但上述持仓不曾、不会、不会对研究业务的独立性、客观性产生影响。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层 邮编：200135 邮箱： research@xyzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元 邮编：100020 邮箱： research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼 邮编：518035 邮箱： research@xyzq.com.cn