



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年04月27日

基础数据

04月24日收盘价(元)	58.36
总市值(亿元)	262.62
总股本(亿股)	4.50

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】航材股份 2025 年半年报点评: 航空成品件短期节奏放缓, 资产证券化持续推进-2025.09.18

分析师: 石康

S1220517040001  
shikang@xyzq.com.cn

分析师: 李博彦

S0190519080005  
liboyan@xyzq.com.cn

分析师: 周登科

S0190525060003  
zhou dengke@xyzq.com.cn

航材股份(688563.SH)

## 持续加大民机技术攻关, 2026 年关联交易预计金额稳增

投资要点:

- 公司发布 2025 年报及 2026 年一季报: 2025 年实现营收 28.58 亿元, 同比减少 2.53%; 实现归母净利润 5.36 亿元, 同比减少 8.75%; 扣非后归母净利润 4.89 亿元, 同比减少 4.82%; 基本每股收益 1.19 元, 同比减少 9.16%。2026Q1, 公司实现营收 6.58 亿元, 同比增长 0.79%, 实现归母净利润 1.20 亿元, 同比减少 11.52%, 扣非后归母净利润 1.08 亿元, 同比减少 10.71%。
- 2025 年毛利率同比增加, 净利率同比减少。2025 年, 公司整体毛利率为 30.55%, 同比增长 0.91pct; 归母净利率为 18.76%, 同比减少 1.06pct。
- 航空成品件收入增长, 毛利率增加。2025 年, 航空成品件业务实现收入 14.43 亿元, 同比增长 6.84%, 毛利率为 29.88%, 同比增加 1.31pct; 基础材料业务实现收入 11.25 亿元, 同比减少 7.70%, 毛利率为 33.92%, 同比减少 1.05pct; 非航空成品件业务实现收入 1.23 亿元, 同比减少 31.46%, 毛利率为 8.32%, 同比减少 2.80pct; 加工服务收入 1.43 亿元, 同比减少 9.77%, 毛利率为 20.30%, 同比减少 0.36pct。
- 持续加大民机技术攻关。公司持续加大大型客机发动机等型号技术攻关, 多款产品通过适航认证; 针对民航维修开展布局, 10 个牌号密封胶及配套底涂获批民用航空化学品设计/生产批准函, 成为该领域国内首家获批的供应商。
- 2025 年期间费用率增加。2025 年, 公司期间费用总额 3.06 亿元, 同比增长 9.46%, 期间费用占营收比重 10.70%, 同比增加 1.17pct。
- 2026 年向中国航发销售商品关联交易预计金额保持稳定。2026 年, 公司向中国航发集团及其下属企业销售商品、提供劳务及其他服务关联交易预计金额 9.40 亿元, 较 2025 年实际发生额 9.39 亿元基本持平, 2026 年预计金额占同类业务比例为 31.65%, 对应销售总额 29.69 亿元(较 2025 年收入 28.58 亿元增长 4%)。
- 完成镇江钛合金公司收购。2025 年, 公司以超募资金 5.40 亿元的价格收购航材院和镇江低空产业投资有限公司所持镇江钛合金公司 77% 和 23% 的股权, 镇江钛合金公司成为公司全资子公司。2025 年镇江钛合金公司实现营业收入 1.57 亿元, 净利润为 111.74 万元。
- 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 5.95/6.66/7.50 亿元, EPS 分别为 1.32/1.48/1.67 元, 对应 4 月 24 日收盘价 PE 为 44.1/39.5/35.0 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 下游需求增速放缓、行业竞争加剧、产能建设不及预期。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	2858	3124	3564	4009
同比增长	-2.5%	9.3%	14.1%	12.5%
归母净利润(百万元)	536	595	666	750
同比增长	-8.7%	10.9%	11.9%	12.6%
毛利率	30.6%	30.5%	30.4%	30.4%
ROE	5.1%	5.6%	6.0%	6.5%
每股收益(元)	1.19	1.32	1.48	1.67
市盈率	49.0	44.1	39.5	35.0

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 年报：**2025 年实现营收 28.58 亿元，同比减少 2.53%；实现归母净利润 5.36 亿元，同比减少 8.75%；扣非后归母净利润 4.89 亿元，同比减少 4.82%；基本每股收益 1.19 元，同比减少 9.16%。
- **公司发布 2026 年一季报：**2026Q1 实现营收 6.58 亿元，同比增长 0.79%，实现归母净利润 1.20 亿元，同比减少 11.52%，扣非后归母净利润 1.08 亿元，同比减少 10.71%。
- **2025 利润分配方案：**公司拟以 4.48 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.15 元（含税），合计拟派发现金红利 0.97 亿元（含税），占归母净利润比例为 18.10%；2025 年公司累计将实现现金分红 2.00 亿元（含 2025 年中期分红），占公司 2025 年归母净利润的 37.31%。

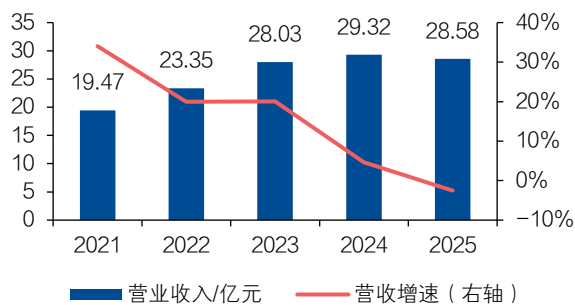
## 点评

### ● 2025 年营收同比减少

2025 年实现营收 28.58 亿元（经营计划 29.9-32.2 亿元），同比减少 2.53%；实现归母净利润 5.36 亿元（经营计划 5.9-6.4 亿元），同比减少 8.75%；扣非后归母净利润 4.89 亿元，同比减少 4.82%；基本每股收益 1.19 元，同比减少 9.16%。

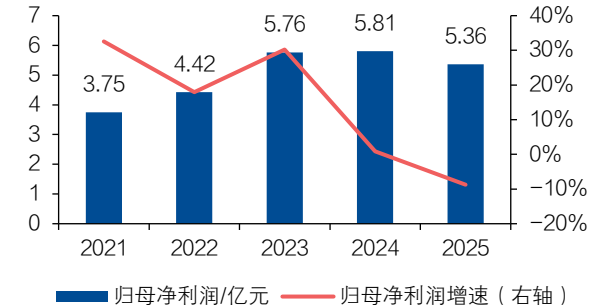
分季度看，公司 2025 年四个季度分别实现营收 6.53 亿元（同比-3.79%，下同）、7.08 亿元（-14.83%）、6.79 亿元（-1.14%）、8.19 亿元（+11.24%）；公司 2025 年四个季度分别实现归母净利润 1.35 亿元（-9.05%）、1.46 亿元（-10.71%）、1.20 亿元（-4.01%）、1.36 亿元（-6.18%）。

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  
注：2024 年为原始报表数据，2025 年增速为追溯调整后增速

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  
注：2024 年为原始报表数据，2025 年增速为追溯调整后增速

2026Q1，公司实现营业收入 6.58 亿元，同比增长 0.79%，实现归母净利润 1.20 亿元，同比减少 11.52%，扣非后归母净利润 1.08 亿元，同比减少 10.71%。

表1、近年来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 (%)
2023	Q1	36.15	5.82	20.78%	1.21	20.99%
	Q2	35.36	7.36	26.25%	1.75	30.35%
	Q3	34.52	8.77	31.28%	2.07	35.94%
	Q4	31.55	6.08	21.69%	0.73	12.72%
2024	Q1	30.35	6.79	23.14%	1.48	25.49%
	Q2	29.44	8.31	28.34%	1.63	28.05%
	Q3	30.57	6.87	23.42%	1.25	21.49%
	Q4	29.64	7.36	25.10%	1.45	24.97%
2025	Q1	29.51	6.53	22.84%	1.35	25.12%
	Q2	31.30	7.08	24.76%	1.46	27.14%
	Q3	31.14	6.79	23.75%	1.20	22.36%
	Q4	30.55	8.19	28.64%	1.36	25.38%
2026	Q1	25.51	6.58	-	1.20	-

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2026Q1 无营收/归母净利润占比数据

● 航空成品件收入增长，毛利率增加

分产品看，2025 年公司：

**航空成品件业务**实现收入 14.43 亿元，同比增长 6.84%，毛利率为 29.88%，同比增加 1.31pct；

**基础材料业务**实现收入 11.25 亿元，同比减少 7.70%，毛利率为 33.92%，同比减少 1.05pct；

**非航空成品件业务**实现收入 1.23 亿元，同比减少 31.46%，毛利率为 8.32%，同比减少 2.80pct；

**加工服务**收入 1.43 亿元，同比减少 9.77%，毛利率为 20.30%，同比减少 0.36pct。

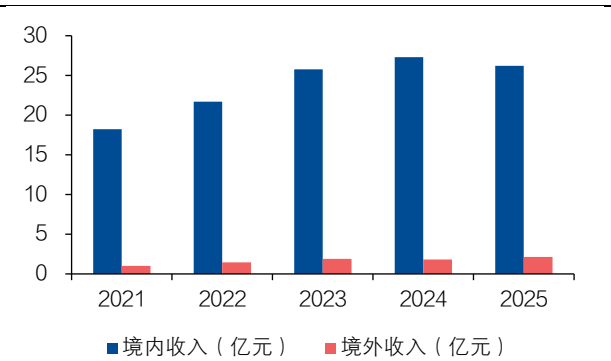
表2、公司主营业务分产品营收（亿元）及毛利率情况

	2025			2024		
	金额	占营业收入比重	毛利率	金额	占营业收入比重	毛利率
营业收入合计	28.58	100%	30.55%	29.32	100%	29.64%
分产品						
航空成品件	14.43	50.50%	29.88%	13.51	46.07%	27.21%
基础材料	11.25	39.37%	33.92%	12.19	41.58%	34.97%
非航空成品件	1.23	4.31%	8.32%	1.80	6.13%	11.11%
加工服务	1.43	5.01%	20.30%	1.59	5.41%	20.66%
其他业务	0.23	0.81%	90.40%	0.24	0.81%	95.35%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

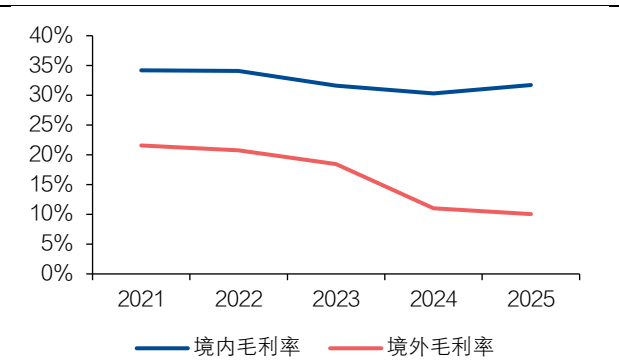
境外销售收入同比增长。2025 年，公司境内销售 26.20 亿元，同比减少 3.95%，主要系受行业环境、产品结构和产品订单交付节奏变化等因素影响产品订单减少，毛利率为 31.70%，同比增加 0.72pct；境外销售 2.15 亿元，同比增长 18.91%，主要系开拓国外市场，产品订单增加，毛利率为 10.05%，同比减少 0.95pct。

图3、2021-2025 年境内外收入情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2021-2025 年境内外毛利率情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2024 年，公司与国外某客户签订了长期框架合同，合同期限自 2025 年至 2030 年，预计累计合同金额折合人民币约 21 亿元，2025 年合计已履行金额 1.53 亿元，执行率为 7.27%，待履行金额 19.47 亿元。

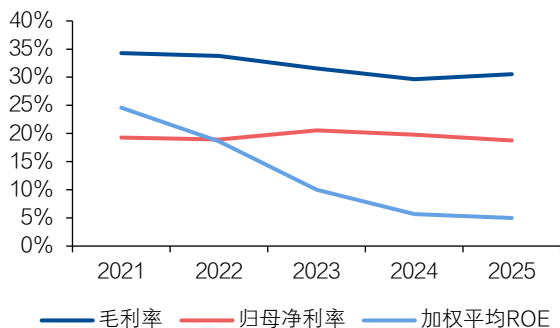
2025 年，公司以超募资金 5.40 亿元的价格收购航材院和镇江低空产业投资有限公司所持镇江钛合金公司 77%和 23%的股权，镇江钛合金公司成为公司全资子公司。2025 年镇江钛合金公司实现营业收入 1.57 亿元，净利润为 111.74 万元。

● 2025 年毛利率同比增加，净利率同比减少，期间费用率增加

2025 年，公司整体毛利率为 30.55%，同比增长 0.91pct；归母净利率为 18.76%，同比减少 1.06pct。2026Q1，公司整体提毛利率为 25.51%，同比减少 3.99pct，环比减少 3.57pct，归母净利率为 18.28%，同比减少 2.35pct，环比增加 1.66pct。

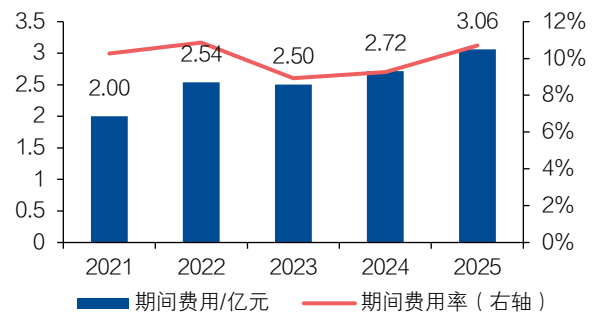
2025 年，公司期间费用总额 3.06 亿元，同比增长 9.46%，期间费用占营收比重 10.70%，同比增加 1.17pct；其中，销售费用 1919.38 万元，同比增长 18.89%，占营业收入的 0.67%，同比增加 0.12pct；管理费用 9943.78 万元，同比增长 14.99%，占营业收入的 3.48%，同比增加 0.53pct；财务费用-2899.88 万元，去年同期为-6533.65 万元，同比增加 3633.77 万元；研发费用 2.16 亿元，同比减少 12.14%，占营业收入的 7.57%，同比减少 0.69pct。2026Q1，公司期间费用总额 0.67 亿元，同比增长 24.97%，期间费用占营收比重 10.17%，同比增加 1.97pct。

图5、2021-2025 年毛利率、归母净利率及加权平均 ROE



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、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

2025 年，公司：

- 1) 在民航领域，持续加大大型客机发动机等型号技术攻关，多款产品通过适航认证。针对民航维修开展布局，10 个牌号密封胶及配套底涂获批民用航空化学品设计/生产批准函，成为该领域国内首家获批的供应商；
- 2) 持续攻坚高端宇航市场，推进宽体机大尺寸机匣合作，聚焦技术突破与订单落地，提升全球市场竞争力；
- 3) 持续加大新市场、新产品开拓，多个国民经济重点领域取得显著成效。低空领域取得突破，公司研制的全机透明件随国内首款载客 eVTOLAE200-100 首架机

正式下线；推进高温合金母合金在燃机领域认证工作，ECY768、Rene80 合金已通过认证。

● 2025 年经营活动现金流量大幅增长

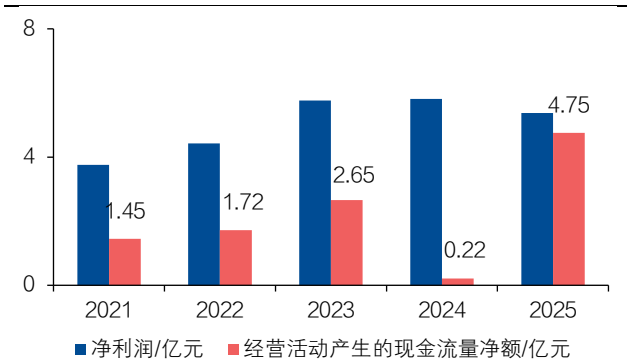
2025 年，公司经营活动现金流量净额 4.75 亿元，同比增长 295.81%，主要系销售商品提供劳务收到的现金同比增长较大，购买商品、提供劳务支付的现金同比略有减少所致；投资活动现金流量净额 20.59 亿元，2024 年同期为-25.12 亿元，主要系购买镇江钛合金公司股权，筹资支付的现金同比增加所致；筹资活动现金流量净额-8.22 亿元，2024 年同期为-3.77 亿元。2026Q1，公司经营活动现金流量净额-3.55 亿元，同比减少 391.61%。

● 2025 年应收账款同比小幅增长，存货原材料、在产品和库存商品增长

截至 2025 年末，公司应收账款 16.84 亿元，同比增长 1.86%，应收账款周转率 1.71 次，同比减少 0.51 次；应收票据 4.22 亿元，同比减少 7.95%。截至 2026Q1 末，公司应收账款 18.61 亿元，较 2026 年初增长 10.51%。

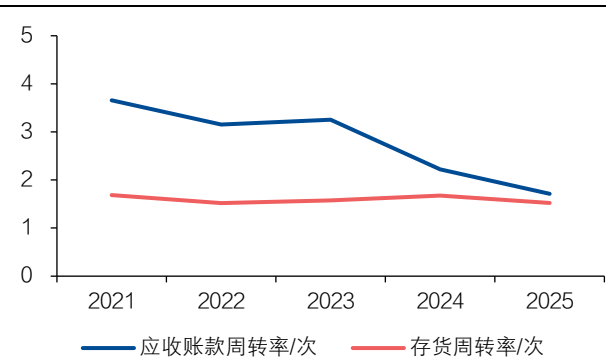
截至 2025 年末，公司存货 13.92 亿元，同比增长 14.28%，存货周转率 1.52 次，同比减少 0.15 次。其中，原材料 3.24 亿元，同比增长 25.68%，在产品 3.89 亿元，同比增长 24.63%，库存商品 2.84 亿元，同比增长 20.16%，发出商品 3.88 亿元，同比减少 6.07%。截至 2026Q1 末，公司存货 14.30 亿元，较 2026 年初增长 2.67%。

图7、2021-2025 年净利润及经营活动产生的现金流净额



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、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

- **2026 年向中国航发销售商品关联交易预计金额保持稳定**

2025 年，公司前五名客户销售额为 24.19 亿元，占年度销售总额的 85.34%，其中向航空工业系统内客户销售额为 11.41 亿元，同比减少 1.21%，占年度总额的 40.26%，为公司第一大客户；中国航发系统内客户销售额为 9.38 亿元，同比减少 3.89%，占年度总额的 33.09%；航天科工集团系统内客户销售额为 0.42 亿元，同比减少 57.24%，占年度总额的 1.5%。

2026 年，公司向中国航发集团及其下属企业销售商品、提供劳务及其他服务关联交易预计金额 9.40 亿元，较 2025 年实际发生额 9.39 亿元基本持平，2026 年预计金额占同类业务比例为 31.65%，对应销售总额 29.69 亿元（较 2025 年收入 28.58 亿元增长 4%）；向中国航发集团及其下属企业采购商品、接受劳务及其他服务关联交易预计金额 2.70 亿元，较 2025 年实际发生额 3.52 亿元减少 23.28%。

- **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 5.95/6.66/7.50 亿元，EPS 分别为 1.32/1.48/1.67 元，对应 4 月 24 日收盘价 PE 为 44.1/39.5/35.0 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示**

下游需求增速放缓、行业竞争加剧、产能建设不及预期

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>10116</b>	<b>10587</b>	<b>11279</b>	<b>11966</b>
货币资金	3028	3666	4161	4727
交易性金融资产	2052	1852	1652	1452
应收票据及应收账款	2106	2266	2592	2900
预付款项	68	70	82	91
存货	1392	1440	1687	1869
其他	1469	1293	1104	927
<b>非流动资产</b>	<b>1912</b>	<b>1873</b>	<b>1812</b>	<b>1780</b>
长期股权投资	62	62	62	62
固定资产	655	665	670	600
在建工程	257	274	283	363
无形资产	318	262	205	149
商誉	0	0	0	0
其他	619	610	592	606
<b>资产总计</b>	<b>12028</b>	<b>12460</b>	<b>13091</b>	<b>13747</b>
<b>流动负债</b>	<b>1341</b>	<b>1426</b>	<b>1635</b>	<b>1815</b>
短期借款	60	60	60	60
应付票据及应付账款	1155	1229	1425	1591
其他	126	137	150	163
<b>非流动负债</b>	<b>273</b>	<b>341</b>	<b>346</b>	<b>351</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	273	341	346	351
<b>负债合计</b>	<b>1614</b>	<b>1768</b>	<b>1981</b>	<b>2166</b>
股本	450	450	450	450
未分配利润	1495	1777	2093	2450
少数股东权益	0	2	3	5
<b>股东权益合计</b>	<b>10414</b>	<b>10692</b>	<b>11110</b>	<b>11581</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>12028</b>	<b>12460</b>	<b>13091</b>	<b>13747</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	536	595	666	750
折旧和摊销	128	211	230	202
营运资金的变动	-118	34	-203	-156
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>475</b>	<b>796</b>	<b>637</b>	<b>728</b>
资本支出	-349	-184	-171	-171
长期投资	2340	200	200	200
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>2059</b>	<b>94</b>	<b>105</b>	<b>116</b>
债权融资	0	10	5	5
股权融资	0	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-822</b>	<b>-250</b>	<b>-247</b>	<b>-277</b>
现金净变动	1711	638	495	566

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
<b>营业总收入</b>	<b>2858</b>	<b>3124</b>	<b>3564</b>	<b>4009</b>
营业成本	1985	2170	2482	2792
税金及附加	19	20	23	26
销售费用	19	21	24	27
管理费用	99	109	124	140
研发费用	216	237	270	304
财务费用	-29	-28	-27	-26
投资收益	58	69	76	87
公允价值变动收益	-3	0	0	0
信用减值损失	-9	-10	-10	-10
资产减值损失	-5	-5	-5	-5
<b>营业利润</b>	<b>600</b>	<b>663</b>	<b>743</b>	<b>836</b>
营业外收支	-1	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	<b>599</b>	<b>662</b>	<b>742</b>	<b>835</b>
所得税	62	65	75	83
净利润	537	596	667	752
少数股东损益	1	2	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	<b>536</b>	<b>595</b>	<b>666</b>	<b>750</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>1.19</b>	<b>1.32</b>	<b>1.48</b>	<b>1.67</b>

**主要财务比率**

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	-2.5%	9.3%	14.1%	12.5%
营业利润增长率	-8.0%	10.5%	12.1%	12.5%
归母净利润增长率	-8.7%	10.9%	11.9%	12.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	30.6%	30.5%	30.4%	30.4%
归母净利率	18.8%	19.0%	18.7%	18.7%
ROE	5.1%	5.6%	6.0%	6.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	13.4%	14.2%	15.1%	15.8%
流动比率	7.55	7.42	6.90	6.59
速动比率	5.45	5.55	5.23	5.10
<b>营运能力</b>				
资产周转率	23.5%	25.5%	27.9%	29.9%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.19	1.32	1.48	1.67
每股经营现金	1.06	1.77	1.42	1.62
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	49.0	44.1	39.5	35.0
PB	2.5	2.5	2.4	2.3

### 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](http://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。

### 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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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、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	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	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn