


公司评级 **增持（维持）**

报告日期 2026 年 04 月 28 日

基础数据

04 月 27 日收盘价（元）	28.45
总市值（亿元）	353.31
总股本（亿股）	12.42

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】国睿科技：军贸项目交付较好带动整体收入稳步增长，经营性现金流明显转好-2025.09.16

【兴证军工】国睿科技：雷达装备带动整体收入稳增，所外预计关联销售金额大增-2025.05.14

分析师：石康

 S1220517040001
shikang@xyzq.com.cn

分析师：李博彦

 S0190519080005
liboyan@xyzq.com.cn

分析师：石砾

 S0190525040002
shili@xyzq.com.cn

国睿科技(600562.SH)

25 年雷达板块收入保持增长，26 年预计关联交易翻倍提升

投资要点：

- **公司发布 2025 年年报：**实现营收 33.58 亿元，同比减少 1.25%；归母净利润 6.29 亿元，同比减少 0.20%；扣非归母净利润 6.10 亿元，同比减少 0.87%；基本每股收益 0.51 元/股，同比无变化。本报告期内因军贸项目交付增加，雷达装备及相关系统产品板块收入保持增长，但工业软件及智慧轨交板块收入有所下滑，公司整体收入小幅下降。
- **公司发布 2026 年一季报：**实现营收 5.07 亿元，同比增长 39.66%，主要系本报告期雷达整机集中交付所致；实现归母净利润 0.77 亿元，同比增长 2.49%；扣非归母净利润 0.76 亿元，同比增长 13.02%；基本每股收益 0.06 元/股，同比无变化。
- 2025 年，雷达装备与相关系统方面，军贸项目交付较好，收入增长，板块盈利能力进一步提升。该板块 2025 年实现营业收入 27.99 亿元，同比增长 4.72%，占总营收比为 83.35%，营收占比同比增加 4.75pct，毛利率 38.78%，同比增加 1.22pct。工业软件板块实现营业收入 3.05 亿元，同比减少 23.55%，毛利率 38.52%，同比增加 1.69pct。智慧轨交板块实现营业收入 2.12 亿元，同比减少 24.94%，毛利率 20.90%，同比增加 1.57pct。
- 2025 年，子公司国睿防务实现收入 21.61 亿元，同比增长 8.28%；净利润 5.79 亿元，同比增长 3.19%；净利率 26.81%，同比减少 1.32pct。南京恩瑞特实现收入 5.65 亿元，同比减少 17.86%；净利润 0.28 亿元，同比增长 53.15%；净利率 4.99%，同比增加 2.31pct。国睿信维实现收入 3.21 亿元，同比减少 21.67%；净利润 0.30 亿元，同比减少 48.97%；净利率 9.23%，同比减少 4.94pct。
- 2026 年度军贸雷达业务订单预计增加，预计关联交易额大幅增加。公司预计 2026 年向十四所及其控股子公司销售商品金额 16.69 亿元（占同类业务比例 19.89%，据此计算同类业务为 83.89 亿元，同比增加 119.91%），较 2025 年预计额增加 103.82%，较 2025 年实际发生额增长 214.23%；预计 2026 年向中国电科下属其他企业销售商品金额 35.05 亿元，较 2025 年预计额增加 60.61%，较 2025 年实际发生额增长 161.83%。
- 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 6.60/7.74/9.65 亿元，EPS 分别 0.53/0.62/0.78 元，对应 4 月 27 日收盘价 PE 为 53.5/45.6/36.6 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：下游需求不及预期；产品降价；地缘局势变化。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	3358	3517	3981	4684
同比增长	-1.2%	4.7%	13.2%	17.7%
归母净利润（百万元）	629	660	774	965
同比增长	-0.2%	5.0%	17.4%	24.6%
毛利率	37.8%	37.0%	37.4%	37.6%
ROE	9.5%	9.5%	10.5%	12.3%
每股收益（元）	0.51	0.53	0.62	0.78
市盈率	56.2	53.5	45.6	36.6

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 年报：**实现营收 33.58 亿元，同比减少 1.25%；归母净利润 6.29 亿元，同比减少 0.20%；扣非归母净利润 6.10 亿元，同比减少 0.87%；基本每股收益 0.51 元/股，同比无变化。
- **公司发布 2026 年一季报：**实现营收 5.07 亿元，同比增长 39.66%，主要系本报告期雷达整机集中交付所致；实现归母净利润 0.77 亿元，同比增长 2.49%；扣非归母净利润 0.76 亿元，同比增长 13.02%；基本每股收益 0.06 元/股，同比无变化。

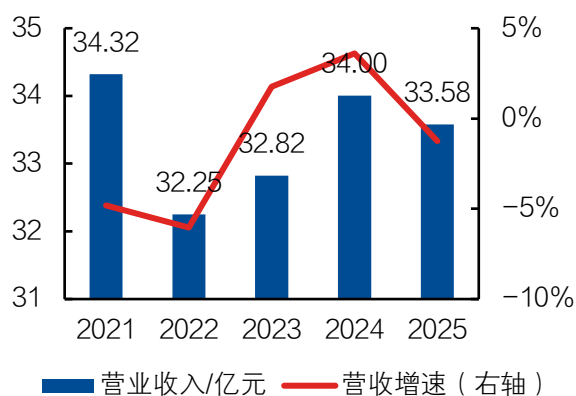
点评

- **整体收入小幅下降，归母净利润基本持平**

2025 年，公司实现营收 33.58 亿元，同比减少 1.25%；归母净利润 6.29 亿元，同比减少 0.20%；扣非归母净利润 6.10 亿元，同比减少 0.87%；基本每股收益 0.51 元/股，同比无变化。本报告期内因军贸项目交付增加，雷达装备及相关系统产品板块收入保持增长，但工业软件及智慧轨交板块收入有所下滑，公司整体收入小幅下降。

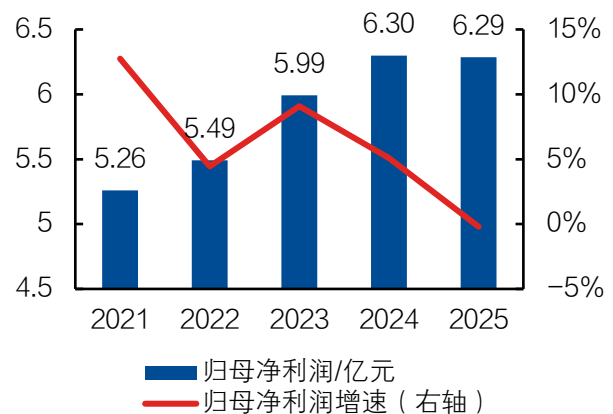
分季度看，公司 2025 年四个季度分别实现营业收入 3.63 亿元（同比减少 35.36%）、13.58 亿元（同比增长 36.23%）、3.97 亿元（同比减少 6.98%）、12.40 亿元（同比减少 12.36%，环比增长 212.58%）；实现归母净利润 0.75 亿元（同比减少 34.81%）、2.74 亿元（同比增长 19.20%）、0.23 亿元（同比增长 1.17%）、2.56 亿元（同比减少 2.10%，环比增长 1016.33%）。

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	35.21	5.72	17.44%	1.12	18.77%
	Q2	34.69	9.86	30.04%	2.23	37.15%
	Q3	33.86	5.66	17.26%	0.59	9.78%
	Q4	34.89	11.57	35.26%	2.06	34.30%
2024	Q1	36.72	5.62	16.53%	1.16	18.34%
	Q2	44.04	9.96	29.30%	2.30	36.54%
	Q3	35.64	4.27	12.55%	0.23	3.60%
	Q4	30.32	14.15	41.62%	2.61	41.52%
2025	Q1	44.28	3.63	10.82%	0.75	11.98%
	Q2	40.48	13.58	40.43%	2.74	43.64%
	Q3	34.89	3.97	11.82%	0.23	3.65%
	Q4	33.91	12.40	36.94%	2.56	40.73%

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

公司发布 2026 年一季报：实现营收 5.07 亿元，同比增长 39.66%，主要系本报告期雷达整机集中交付所致；实现归母净利润 0.77 亿元，同比增长 2.49%；扣非归母净利润 0.76 亿元，同比增长 13.02%；基本每股收益 0.06 元/股，同比无变化。

● **雷达板块收入保持增长，工业软件与智慧轨交板块有所下滑**

2025 年分产品看：

雷达装备与相关系统方面，军贸项目交付较好，收入增长，板块盈利能力进一步提升。该板块 2025 年实现营业收入 27.99 亿元，同比增长 4.72%，占总营收比为 83.35%，营收占比同比增加 4.75pct，毛利率 38.78%，同比增加 1.22pct。

工业软件及智能制造方面，受新签落地滞后等因素影响，收入同比下滑；得益于自主软件产品销售占比提升及有效成本管控，毛利率实现同比增长。该板块 2025 年实现营业收入 3.05 亿元，同比减少 23.55%，占总营收比为 9.09%，营收占比同比减少 2.65pct，毛利率 38.52%，同比增加 1.69pct。

智慧轨交方面，受行业周期变化及市场竞争加剧影响，新签订单不及预期，同时，部分项目交付延迟，收入同比下滑；公司通过强化项目成本管控，自主化能力提升，毛利率实现同比提升。2025 年该板块实现营业收入 2.12 亿元，同比减少 24.94%，占总营收比的 6.33%，营收占比同比减少 2.00pct，毛利率 20.90%，同比增加 1.57pct。

2025 年分子公司看：

2025 年，子公司国睿防务实现收入 21.61 亿元，同比增长 8.28%；净利润 5.79 亿元，同比增长 3.19%；净利率 26.81%，同比减少 1.32pct。

南京恩瑞特实现收入 5.65 亿元，同比减少 17.86%；净利润 0.28 亿元，同比增长 53.15%；净利率 4.99%，同比增加 2.31pct。

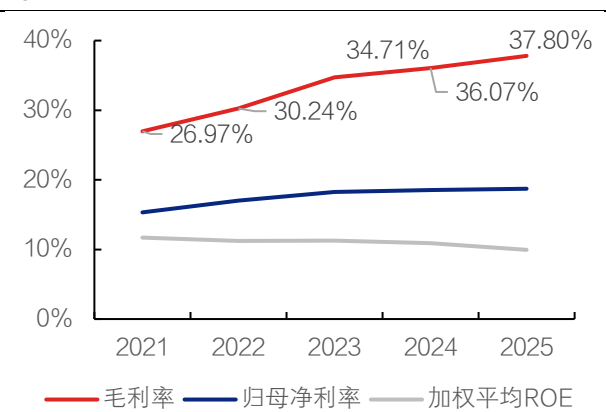
国睿信维实现收入 3.21 亿元，同比减少 21.67%；净利润 0.30 亿元，同比减少 48.97%；净利率 9.23%，同比减少 4.94pct。

● 2025 年毛利率、期间费用率基本稳定

2025 年，公司毛利率 37.80%，同比增加 1.73pct；归母净利率 18.72%，同比增加 0.20pct；加权平均净资产收益率 9.94%，同比减少 0.98pct。

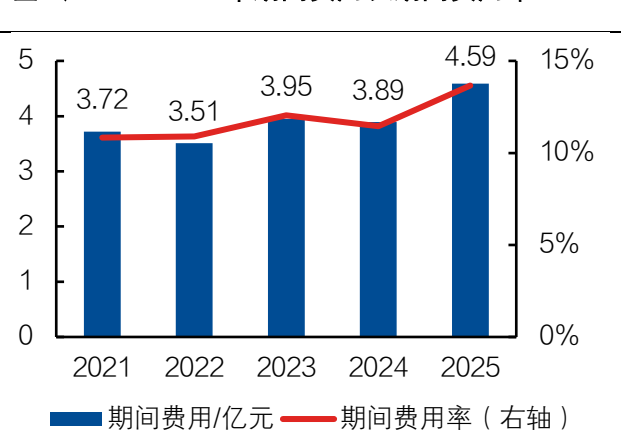
2025 年，公司期间费用合计 4.59 亿元，同比增长 17.81%，期间费用率为 13.66%，同比增加 2.21pct。其中，销售费用 0.76 亿元，同比增长 6.56%，主要系本报告期加强市场拓展，人工薪酬、市场推广及差旅支出相应增长，销售费用率为 2.27%，同比增加 0.17pct；管理费用 1.27 亿元，同比减少 1.18%，主要系本报告期持续深化降本增效工作，管理费用略有下降，管理费用率为 3.77%，同比无变化；财务费用 0.40 亿元，同比增加 0.64 亿元，主要系本报告期美元资产产生的汇兑损失 4403.17 万元，去年为汇兑收益 1076.79 万元，财务费用率为 1.18%，同比增加 1.89pct；研发费用 2.16 亿元，同比增长 1.18%，主要系本报告期公司持续加大研发投入，研发人员薪酬及物料投入增加，研发费用小幅增长，研发费用率为 6.44%，同比增加 0.15pct。

图3、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4、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

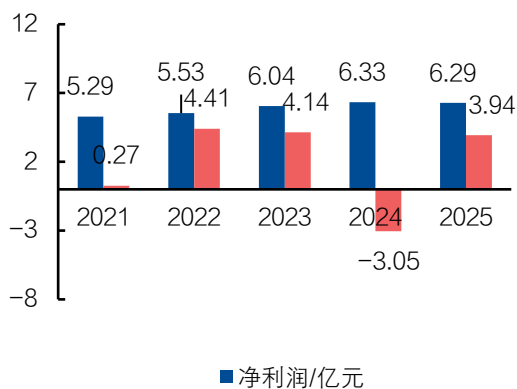
● 经营性现金流显著改善

公司经营性现金流净额同比增长。2025 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 3.94 亿元，同比增加 6.99 亿元，主要系本报告期销售回款较上年同期增加，采购款支出较上年同期减少；投资活动产生的现金流量净额-0.30 亿元，同比减少 0.42 亿元，主要系本报告期支付其他权益工具投资款 0.09 亿元，收到部分股权转让款 0.16 亿元，上年同期为收到股权转让款 0.42 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 2.65 亿元，同比增加 4.03 亿元，主要系本报告期下属子公司国睿信维吸收少数股东投资收到现金 6.00 亿元，本报告期增加中期利润分配，分配股利较上年增加 1.35 亿元。

● 2025 年末应收账款与存货有所增加

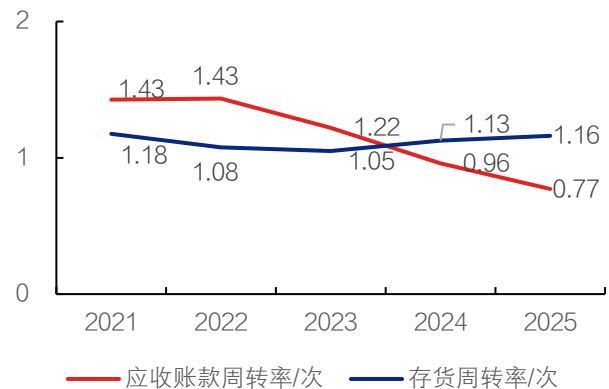
截至 2025 年末，公司应收账款有所增长，存货规模有所增长。公司应收票据和应收账款合计 49.44 亿元，较年初增长 14.37%。其中，应收账款 45.04 亿元，较年初增长 7.19%；应收票据 4.40 亿元，较年初增长 264.60%，主要系本报告期下属子公司国睿防务、国睿微波票据结算回款增加所致。存货 18.17 亿元，较年初增长 2.08%。合同负债 4.06 亿元，较年初减少 10.02%。

图5、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6、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 年度军贸雷达业务订单、生产规模预计增加，预计关联交易额大幅增加

公司预计 2026 年向关联方十四所及其控股子公司销售商品金额为 16.69 亿元(占同类业务比例 19.89%，据此计算同类业务为 83.89 亿元，同比增加 119.91%)，较 2025 年预计额增加 103.82%，较 2025 年实际发生额增长 214.23% (2025 年完成度 64.86%，2025 年度部分销售合同延期至 2026 年签订)。

公司预计 2026 年向关联方中国电科下属其他企业销售商品金额为 35.05 亿元，较 2025 年预计额增加 60.61%，较 2025 年实际发生额增长 161.83%（2025 年完成度 61.34%，2025 年度部分销售合同延期至 2026 年签订）。

公司预计 2026 年向关联方十四所及其控股子公司购买产品金额 13.33 亿元，较 2025 年预计额增加 121.70%，较 2025 年实际发生额增长 271.58%。公司预计 2026 年向关联方中国电科下属其他企业购买产品金额 10.24 亿元，较 2025 年预计额增加 21.52%，较 2025 年实际发生额增长 106.26%。

2027 年 1-4 月，公司预计向关联方十四所及其控股子公司销售商品金额为 1.85 亿元，同比增加 409.92%；预计向关联方中国电科下属其他企业销售商品金额为 7.72 亿元，同比增加 571.30%。

2027 年 1-4 月，公司预计向关联方十四所及其控股子公司购买产品金额为 4.37 亿元，同比增加 114.62%；预计向关联方中国电科下属其他企业购买产品金额 3.70 亿元，同比增加 157.38%。

2026 年 1-3 月，公司向十四所及其控股子公司销售商品金额 0.63 亿元，同比增加 92.25%，向中国电科下属其他企业销售商品金额为 0.10 亿元，同比减少 11.51%。

2026 年 1-3 月，公司向十四所及其控股子公司购买产品金额为 0.54 亿元，同比增加 97.53%；向中国电科下属其他企业购买产品金额 1.42 亿元，同比增加 271.27%。

表2、国睿科技关联交易公告关键数据整理（单位：亿元）

		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	
十四所及其控股子公司	购买商品	预计金额	0.78	1.24	6.26	9.25	6.64	6.94	4.13	6.01	13.33
		预计金额同类业务占比					25.75%	29.01%	20.30%	28.61%	32.01%
		预计同类业务总金额					25.79	23.91	20.35	21.02	41.65
		预计同类业务总金额 YOY						-7.27%	-14.90%	3.27%	98.15%
		预计金额 YOY		59.39%	402.89%	47.78%	-28.22%	4.47%	-40.45%	45.54%	121.70%
		实际金额	0.40	0.23	6.23	3.52	2.70	1.84	3.01	3.59	
		实际金额/预计金额	51.40%	18.28%	99.48%	38.08%	40.71%	26.48%	72.82%	59.66%	
	预计金额	4.57	4.20	22.73	23.22	23.56	19.82	18.16	8.19	16.69	

销售商品	预计金额同类业务占比					64.45%	56.66%	55.37%	21.46%	19.89%	
	预计同类业务总金额					36.55	34.98	32.80	38.15	83.89	
	预计同类业务总金额 YOY						-4.30%	-6.22%	16.28%	119.91%	
	预计金额 YOY		-8.20%	441.58%	2.13%	1.46%	-15.87%	-8.35%	-54.93%	103.82%	
	实际金额	3.33	3.42	18.95	15.67	18.41	15.53	16.08	5.31		
	实际金额/预计金额	72.74%	81.42%	83.38%	67.51%	78.17%	78.35%	88.51%	64.86%		
	实际营业收入	10.43	11.60	36.06	34.32	32.25	32.82	34.00	33.58		
购买商品	预计金额	0.41	0.50	6.64	6.44	7.12	4.38	7.81	8.43	10.24	
	预计金额同类业务占比					27.63%	18.32%	38.39%	40.08%	24.59%	
	预计同类业务总金额					25.79	23.91	20.35	21.02	41.64	
	预计同类业务总金额 YOY						-7.27%	-14.90%	3.31%	98.07%	
	预计金额 YOY		23.61%	1220.41%	-3.04%	10.62%	-38.52%	78.34%	7.85%	21.52%	
	实际金额	0.21	0.49	6.10	3.48	1.50	3.04	2.71	4.96		
	实际金额/预计金额	51.08%	98.19%	91.88%	54.08%	21.02%	69.36%	34.69%	58.92%		
中国电科下属其他企业	销售商品	预计金额	0.31	0.20	3.15	3.69	1.32	4.40	4.24	21.82	35.05
	预计金额同类业务占比						3.61%	12.58%	12.93%	57.20%	41.78%
	预计同类业务总金额						36.53	34.98	32.80	38.15	83.89
	预计同类业务总金额 YOY							-4.26%	-6.21%	16.31%	119.89%
	预计金额 YOY		-35.90%	1472.76%	17.23%	-64.23%	233.62%	-3.60%	414.52%	60.61%	
	实际金额	0.11	0.09	2.79	2.96	0.69	3.75	2.00	13.39		
	实际金额/预计金额	35.28%	45.25%	88.57%	80.38%	52.16%	85.25%	47.07%	61.34%		
	实际营业收入	10.43	11.60	36.06	34.32	32.25	32.82	34.00	33.58		

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 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 6.60/7.74/9.65 亿元，EPS 分别 0.53/0.62/0.78 元，对应 4 月 27 日收盘价 PE 为 53.5/45.6/36.6 倍，维持“增持”评级。

● 风险提示

下游需求不及预期；产品降价；地缘局势变化。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	9396	9997	11094	11831
货币资金	1760	2517	2716	3960
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	4944	5489	6189	5299
预付款项	44	89	50	88
存货	1817	1815	2023	2368
其他	831	88	117	116
非流动资产	1149	1128	1139	1098
长期股权投资	535	540	542	547
固定资产	190	190	178	189
在建工程	0	0	0	1
无形资产	88	65	82	40
商誉	0	0	0	0
其他	336	333	336	321
资产总计	10545	11125	12233	12929
流动负债	3491	3705	4391	4567
短期借款	160	460	760	1060
应付票据及应付账款	2693	2523	2764	2400
其他	638	723	867	1107
非流动负债	93	121	146	171
长期借款	0	0	0	0
其他	93	121	146	171
负债合计	3584	3827	4537	4738
股本	1242	1242	1242	1242
未分配利润	3026	3262	3539	3885
少数股东权益	315	319	322	327
股东权益合计	6961	7298	7695	8190
负债及权益合计	10545	11125	12233	12929

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	629	660	774	965
折旧和摊销	61	129	135	139
营运资金的变动	-383	-33	-623	354
经营活动产生现金流量	394	871	415	1540
资本支出	-38	-97	-122	-88
长期投资	7	-1	-4	-5
投资活动产生现金流量	-30	-102	-130	-78
债权融资	-9	325	325	325
股权融资	600	0	0	0
融资活动产生现金流量	265	-13	-86	-218
现金净变动	629	757	199	1244

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	3358	3517	3981	4684
营业成本	2089	2217	2492	2921
税金及附加	33	13	17	20
销售费用	76	98	104	122
管理费用	127	137	163	192
研发费用	216	239	283	351
财务费用	40	-2	5	41
投资收益	7	5	17	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-58	-82	-91	-20
资产减值损失	-21	-20	-20	-10
营业利润	740	745	856	1065
营业外收支	0	0	0	1
利润总额	740	745	855	1065
所得税	100	82	77	96
净利润	640	663	778	970
少数股东损益	11	3	4	5
归属母公司净利润	629	660	774	965
EPS(元)	0.51	0.53	0.62	0.78

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	-1.2%	4.7%	13.2%	17.7%
营业利润增长率	2.7%	0.7%	14.8%	24.5%
归母净利润增长率	-0.2%	5.0%	17.4%	24.6%
盈利能力				
毛利率	37.8%	37.0%	37.4%	37.6%
归母净利率	18.7%	18.8%	19.5%	20.6%
ROE	9.5%	9.5%	10.5%	12.3%
偿债能力				
资产负债率	34.0%	34.4%	37.1%	36.6%
流动比率	2.69	2.70	2.53	2.59
速动比率	1.93	2.18	2.05	2.05
营运能力				
资产周转率	33.8%	32.5%	34.1%	37.2%
每股资料(元)				
每股收益	0.51	0.53	0.62	0.78
每股经营现金	0.32	0.70	0.33	1.24
估值比率(倍)				
PE	56.2	53.5	45.6	36.6
PB	5.3	5.1	4.8	4.5

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。

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