



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026 年 04 月 28 日

基础数据

04 月 24 日收盘价（元）	15.93
总市值（亿元）	395.36
总股本（亿股）	24.82

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】海格通信：全产业链深度参与卫星互联网，前瞻布局新域新质静待花开-2025.12.31

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

海格通信(002465.SZ)

## 卫星互联网业务全面突破，芯片产业化实现战略跃迁

投资要点：

- **公司发布 2025 年年报：** 营收 43.88 亿元，同比减少 10.81%；归母净利润-7.86 亿元，同比减少 8.4 亿元；扣非归母净利润-8.56 亿元，同比减少 7.83 亿元；基本每股收益-0.32 元/股，同比减少 0.34 元。
- **毛利率同比减少。** 2025 年，公司整体毛利率为 23.74%，同比减少 5.05pct；归母净利率为-17.92%，同比减少 19.00pct；加权平均净资产收益率为-6.53%，同比减少 6.95pct。
- **无线通信承压，北斗导航营收小幅回升。** 分产品看，无线通信营业收入 11.00 亿元，同比减少 30.49%，毛利率 32.18%，同比减少 6.51pct；北斗导航营业收入 5.15 亿元，同比增加 13.78%，毛利率 46.83%，同比减少 8.05pct；航空航天营业收入 3.58 亿元，同比减少 16.38%，毛利率 25.30%，同比减少 15.36pct；数智生态营业收入 23.35 亿元，同比减少 1.44%，毛利率 12.27%，同比减少 0.72pct。
- **卫星互联网领域取得全面突破，蓄势待发。** 窄带通信芯片完成流片，宽带通信芯片联合中标首个宽带天地融合国家科技重大专项，成为卫星互联网关键芯片供应商；多款终端、测试终端、原理样机中标入围，获得研制资格，紧跟体制演进；完成某信关站建设和空口自动化测试系统部署与试运行，将有力支撑卫星数据落地、系统运营管理。
- **低空领域构建“制造-运营-保障-服务”的生态链条。** 公司在低空经济领域已构建起基于系列化通导监视终端设备的低空智联网、强大的平台服务以及成熟的无人机及应用场景解决方案的生态系统，覆盖“制造-运营-保障-服务”的低空生态全链条，可为低空飞行提供全方位、多层次的支撑和保障，推动低空全场景应用创新。
- **机器人与具身智能领域聚焦业务梳理，加速市场转化。** 公司中标某机构用户市场某款机器人重要型号产品研制项目，成为唯一配套厂家，市场可期。
- **公司从“产品芯片化”向“芯片产业化”迈进，通导融合芯片实现从“射频芯片”到“基带射频 SoC 芯片”的跨越。** 目前公司芯片已融入手机、汽车等产业，实现战略跃迁。
- 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 4.40/7.57/8.09 亿元，EPS 分别 0.18/0.30/0.33 元，对应 4 月 24 日收盘价 PE 为 89.8/52.2/48.9 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：下游需求不及预期；产品降价压力超出预期；产业链竞争加剧。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	4388	5501	7509	7700
同比增长	-10.8%	25.4%	36.5%	2.5%
归母净利润（百万元）	-786	440	757	809
同比增长	-1,579.9%	156.0%	71.9%	6.9%
毛利率	23.7%	32.8%	35.0%	35.0%
ROE	-6.9%	3.7%	6.2%	6.4%
每股收益（元）	-0.32	0.18	0.30	0.33
市盈率	—	89.8	52.2	48.9

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：**营收 43.88 亿元，同比减少 10.81%；归母净利润-7.86 亿元，同比减少 8.4 亿元；扣非归母净利润-8.56 亿元，同比减少 7.83 亿元；基本每股收益-0.32 元/股，同比减少 0.34 元。报告期内，受行业客户调整及周期性波动的持续影响，合同签订延缓。

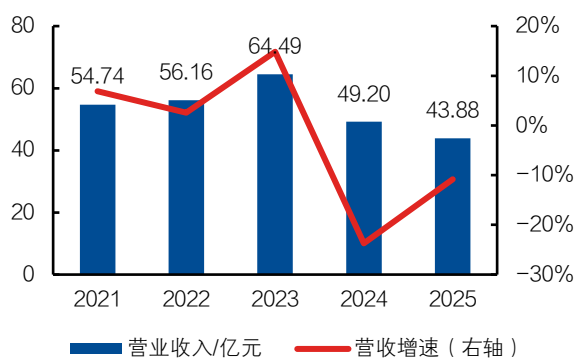
## 点评

- **受行业客户调整及周期性波动影响，业绩承压**

2025 年公司实现营收 43.88 亿元，同比减少 10.81%；归母净利润-7.86 亿元，同比减少 8.4 亿元；扣非归母净利润-8.56 亿元，同比减少 7.83 亿元。报告期内，受行业客户调整及周期性波动的持续影响，合同签订延缓。

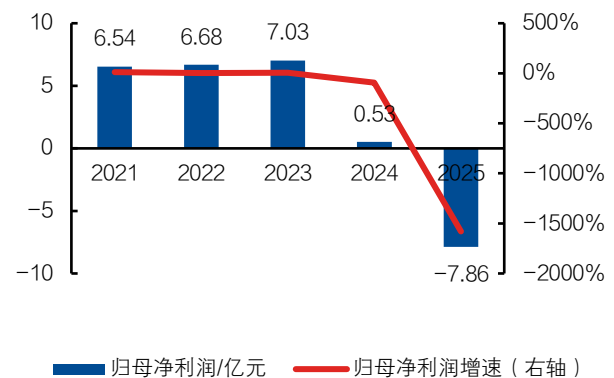
分季度看，公司 2025 年四个季度分别实现营业收入 10.40 亿元（同比减少 9.15%，下同）、11.90 亿元（同比减少 17.78%）、9.28 亿元（同比减少 21.02%）、12.30 亿元（同比增长 6.71%，环比增长 32.57%）；2025 年四个季度分别实现归母净利润 0.46 亿元（同比增加 0.03 亿元）、-0.43 亿元（同比减少 1.96 亿元）、-1.78 亿元（同比减少 1.67 亿元）、-6.11 亿元（同比减少 4.79 亿元，环比减少 4.34 亿元）。

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	32.05	10.34	16.03%	0.42	6.01%
	Q2	35.05	18.43	28.58%	2.69	38.28%
	Q3	33.20	11.58	17.96%	0.47	6.72%
	Q4	30.65	24.14	37.43%	3.44	48.99%
2024	Q1	31.91	11.44	23.26%	0.43	80.00%
	Q2	32.29	14.47	29.41%	1.53	288.54%
	Q3	25.23	11.75	23.89%	-0.11	-20.53%
	Q4	24.91	11.53	23.44%	-1.32	-248.01%
2025	Q1	27.37	10.40	23.69%	0.46	-5.80%
	Q2	27.36	11.90	27.12%	-0.43	5.48%
	Q3	15.88	9.28	21.15%	-1.78	22.60%
	Q4	23.09	12.30	28.04%	-6.11	77.72%

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

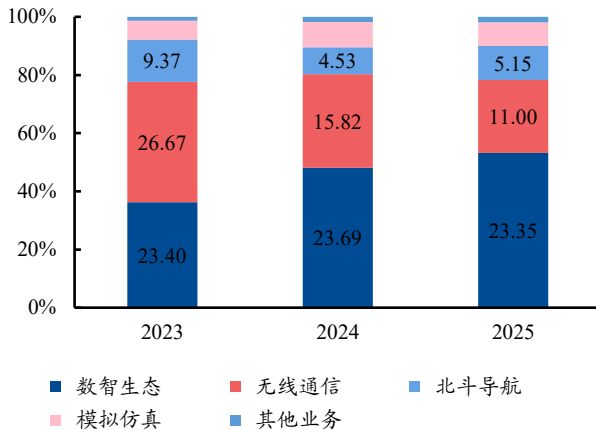
● **无线通信承压，北斗导航营收小幅回升**

分产品看，无线通信营业收入 11.00 亿元，同比减少 30.49%，毛利率 32.18%，同比减少 6.51pct；北斗导航营业收入 5.15 亿元，同比增加 13.78%，毛利率 46.83%，同比减少 8.05pct；航空航天营业收入 3.58 亿元，同比减少 16.38%，毛利率 25.30%，同比减少 15.36pct；数智生态营业收入 23.35 亿元，同比减少 1.44%，毛利率 12.27%，同比减少 0.72pct。

分行业看，工业营业收入 18.29 亿元，同比减少 15.61%，毛利率 35.34%，同比减少 5.65pct；服务业营业收入 25.59 亿元，同比减少 7.02%，毛利率 15.44%，同比减少 3.74pct。

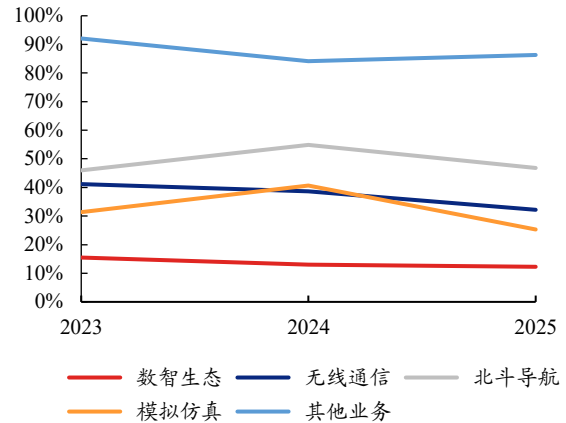
分子公司看，广东海格怡创科技有限公司营业收入 23.74 亿元，同比减少 0.79%，净利润 0.98 亿元，同比减少 35.92%，净利润率 4.13%，同比减少 2.26pct。

图3、2021-2025年分产品营收(亿元)



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



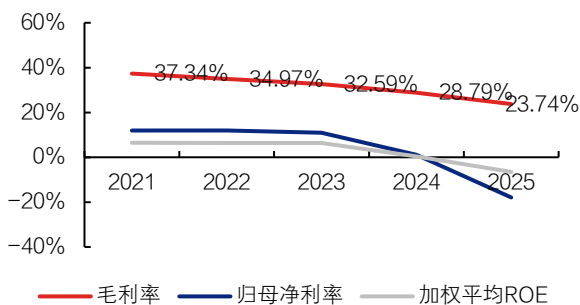
数据来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 毛利率同比减少, 期间费用率同比增加

2025年, 公司整体毛利率为 23.74%, 同比减少 5.05pct; 归母净利率为-17.92%, 同比减少 19.00pct; 加权平均净资产收益率为-6.53%, 同比减少 6.95pct。

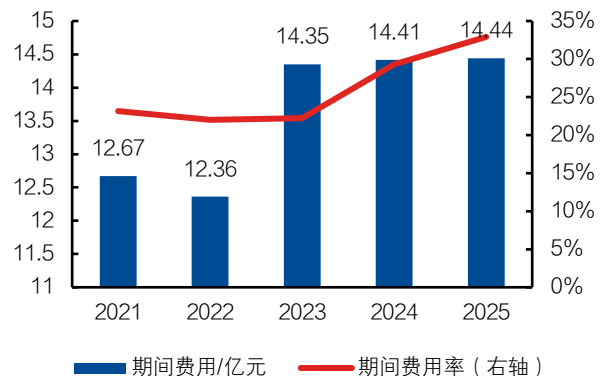
2025年, 公司期间费用总额为 14.44 亿元, 同比增长 0.20%, 期间费用率为 32.92%, 同比增加 3.62pct。其中, 销售费用 1.53 亿元, 同比减少 9.43%, 销售费率为 3.49%, 同比增加 0.05pct; 管理费用 3.46 亿元, 同比增长 4.02%, 管理费用率为 7.88%, 同比增加 1.12pct; 财务费用 0.17 亿元, 同比增加 0.23 亿元, 财务费用率为 0.39%, 同比增加 0.50pct, 因生产经营管理需要, 本期融资增加, 利息增加; 研发费用 9.28 亿元, 同比减少 1.80%, 研发费用率为 21.15%, 同比增加 1.94pct。

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

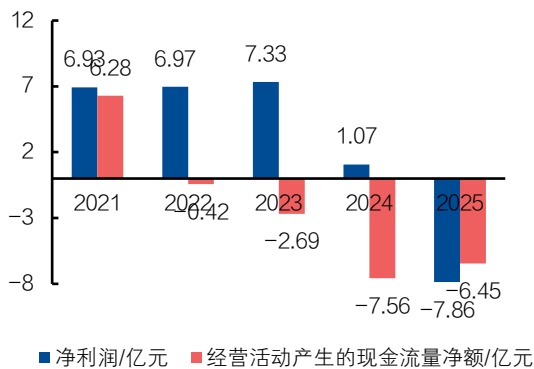


数据来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 经营性现金流小幅改善

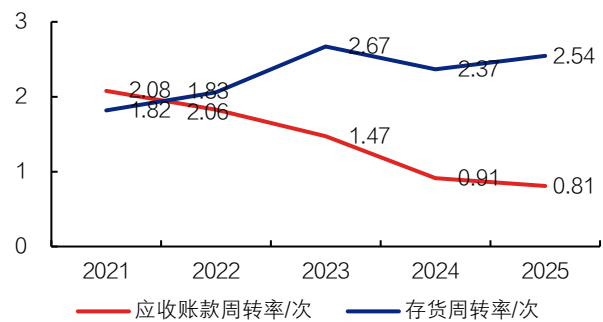
2025 年公司经营活动产生的现金流量净额-6.45 亿元，同比增加 1.11 亿元，2024 年为-7.56 亿元；投资活动产生的现金流量净额-11.66 亿元，同比减少 2.84 亿元，2024 年为-8.82 亿元，主要原因是银行理财产品到期规模小于购买规模以及工程建设项目支出增加；筹资活动产生的现金流量净额 9.20 亿元，同比减少 49.61%，主要原因是整体融资净增加规模较上年减少。

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

● 应收账款与存货同比减少

截至 2025 年末，公司应收账款、应收票据和应收款项融资合计 56.45 亿元，较年初减少 0.67%；其中，应收账款 53.91 亿元，较年初减少 1.29%，应收票据 2.54 亿元，较年初增长 31.45%；应收账款周转率 0.81 次，同比减少 0.10 次。存货 12.91 亿元，较年初减少 3.56%，存货周转率 2.54 次，同比增加 0.18 次。

● 卫星互联网领域取得全面突破，蓄势待发

公司在卫星互联网领域已实现全产业链的布局，包括芯片、终端、信关站和系统运营，构筑起良好产业生态，取得全面突破，蓄势待发。

在卫星互联网领域，芯片整体研发进展顺利，窄带通信芯片完成流片，宽带通信芯片联合中标首个宽带天地融合国家科技重大专项，成为卫星互联网关键芯片供应商。

车规级卫星通信模组实现在汽车前装量产的车型定点；紧跟产业落地步伐，继中标用户首款产品化窄带数据终端后再次中标窄带手持终端，市场份额可期；多款终端、测试终端、原理样机中标入围，获得研制资格，紧跟体制演进。

完成某信关站建设和空口自动化测试系统部署与试运行，将有力支撑卫星数据落地、系统运营管理。

公司与国电高科开展战略合作，围绕我国首个卫星物联网星座“天启星座”，共同打造覆盖“空天地海”的全域卫星物联网解决方案；深度参与天通卫星通信系统与国家卫星互联网重大工程，获得中国空天信息和卫星互联网创新联盟 2025 年“优秀产业合作伙伴奖”，参与研发的一项关键技术入选联盟“十大技术产品”成果。

### ● 低空领域构建“制造-运营-保障-服务”的生态全链条

公司在低空经济领域已构建起基于系列化通导监视终端设备的低空智联网、强大的平台服务以及成熟的无人机及应用场景解决方案的生态系统，覆盖“制造-运营-保障-服务”的低空生态全链条，可为低空飞行提供全方位、多层次的支撑和保障，推动低空全场景应用创新。

2025 年，公司进一步迭代优化“天腾”低空飞行管理服务平台，发布“天枢”无人机智能运营平台、“天瞰”智能感知监管平台，实现服务平台谱系化发展；开展低空智联网试点建设，进一步推广强化低空智联网系统服务能力，实现低空监视领域雷达产品从无到有的突破；拓展面向行业的无人机飞手培训，完成产品研发到服务的生态闭环；加大无人信息与低空产业基地投入，子公司天腾产业拟增资扩股 8 亿元引入战略投资者。

公司同时着力推动低空产业商业化破局，中标广州海珠区低空通信感知新型专网设施项目和花都区低空云图赋能平台建设项目，多型机载通导终端突破上装核心主机厂家飞行汽车，在合肥、重庆、福州、宁波等广东省外城市开展低空智联网示范应用建设。

### ● 机器人与具身智能领域聚焦业务梳理，加速市场转化

在机器人与具身智能领域，公司聚焦业务梳理，进一步明确后续发展的业务方向以及布局，加速产品落地与市场转化；中标某机构用户市场某款机器人重要型号产品研制项目，成为唯一配套厂家，市场可期；自主研制人形机器人与履带式巡检机器人协同作业的智能机器人系统，与广州地铁携手赋能“机器人+”新场景应用，助力第十五届全国运动会；与用户战略合作开发无人机产品和进行应用场景试点，不断丰富公司无人机产品线的同时，瞄准电力、建筑等领域不断探索应用场景；“基于跨越无人平台的无线通信网络感知与中继规划软件”入选 2025 年广东软件风云榜“行业应用软件产品 TOP10”榜单。

- **从“产品芯片化”向“芯片产业化”迈进，通导融合芯片实现从“射频芯片”到“基带射频 SoC 芯片”的跨越**

从“产品芯片化”向“芯片产业化”迈进，集群化发展加速。公司在芯片业务领域深耕多年，将芯片业务列入重点业务板块，确保资源优先投入。以通信、导航以及融合技术为核心，覆盖北斗、卫星互联网等系统，提供各类终端平台应用上装；以通信、导航为中心，向关联技术与应用拓展，提供更具竞争力的产品或解决方案，逐步进入通用芯片领域。目前公司芯片产业已融入手机、汽车、行业等产业，向消费端有效拓展，实现战略跃迁。

通导融合芯片实现从“射频芯片”到“基带射频 SoC 芯片”的跨越。公司卫星互联网+天通卫星通信模组以“星途”系列芯片为核心研发打造，可适配飞行器等各类应用平台。该模组不仅能提供低轨卫星通信与天通卫星通信双重功能，更实现了从天线到基带芯片的全链路完整解决方案，为多场景应用奠定基础。

- **“产业+资本”双轮驱动，战略协同高效落地**

中国移动自通过 2023 年度向特定对象发行股票项目入股公司以来，双方已开展“北斗+”行业应用拓展、空天地一体化协同发展、低空基础设施建设、综合运维业务拓展等领域业务合作和战略协同。

2025 年，公司作为中国移动卫星物联产品核心合作伙伴并参加“卫星物联”系列产品发布仪式，联合中国移动的天地一体物联网管理平台，共同推进卫星物联产品的研发与应用；携手打造的北斗通导融合芯片成为中国移动产投协同十大标杆案例；加入中国移动低空经济战略投资共同体，共同推进在低空专网标准制定及建设、通导监视设备推广等合作，联合推广低空业务，共拓低空新蓝海。

- **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 4.40/7.57/8.09 亿元，EPS 分别 0.18/0.30/0.33 元，对应 4 月 24 日收盘价 PE 为 89.8/52.2/48.9 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示**

下游需求不及预期；产品降价；产业链竞争加剧。

**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>	13612	13063	13141	14149
货币资金	3859	3673	2189	3085
交易性金融资产	868	768	668	568
应收票据及应收账款	5645	5547	6508	6641
预付款项	75	111	146	150
存货	1291	1632	1873	1909
其他	1874	1332	1755	1796
<b>非流动资产</b>	7653	7821	7952	7539
长期股权投资	288	298	308	308
固定资产	2585	2592	2581	2341
在建工程	999	1159	1302	1162
无形资产	311	293	274	254
商誉	789	789	789	789
其他	2680	2690	2697	2685
<b>资产总计</b>	21265	20884	21093	21689
<b>流动负债</b>	6955	6214	7110	7078
短期借款	3031	2731	2531	2331
应付票据及应付账款	3310	2802	3701	3795
其他	615	681	878	952
<b>非流动负债</b>	2350	2252	1154	1344
长期借款	1004	904	704	904
其他	1346	1348	450	440
<b>负债合计</b>	9306	8466	8265	8423
股本	2482	2482	2482	2482
未分配利润	1922	2296	2561	2844
少数股东权益	542	561	592	626
<b>股东权益合计</b>	11959	12418	12828	13266
<b>负债及权益合计</b>	21265	20884	21093	21689

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	-786	440	757	809
折旧和摊销	202	377	415	428
营运资金的变动	-544	-223	-611	-92
<b>经营活动产生现金流量</b>	-645	746	734	1284
资本支出	-776	-520	-520	2
长期投资	-414	90	90	100
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1166	-435	-435	97
债权融资	1489	-393	-1298	-10
股权融资	2	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	920	-496	-1783	-485
现金净变动	-890	-186	-1484	896

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	4388	5501	7509	7700
营业成本	3346	3696	4881	5005
税金及附加	36	50	68	69
销售费用	153	171	225	231
管理费用	346	363	451	462
研发费用	928	825	1126	1132
财务费用	17	45	51	38
投资收益	4	10	10	10
公允价值变动收益	-1	0	0	0
信用减值损失	-234	-30	-32	-35
资产减值损失	-274	-10	-15	-12
<b>营业利润</b>	-860	472	820	876
营业外收支	-3	1	1	2
<b>利润总额</b>	-863	473	821	878
所得税	-87	14	33	35
净利润	-776	458	788	842
少数股东损益	11	18	32	34
<b>归属母公司净利润</b>	-786	440	757	809
<b>EPS(元)</b>	-0.32	0.18	0.30	0.33

**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	-10.8%	25.4%	36.5%	2.5%
营业利润增长率	10,972.3%	154.9%	73.9%	6.8%
归母净利润增长率	1,579.9%	156.0%	71.9%	6.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	23.7%	32.8%	35.0%	35.0%
归母净利率	-17.9%	8.0%	10.1%	10.5%
ROE	-6.9%	3.7%	6.2%	6.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	43.8%	40.5%	39.2%	38.8%
流动比率	1.96	2.10	1.85	2.00
速动比率	1.50	1.62	1.33	1.47
<b>营运能力</b>				
资产周转率	21.0%	26.1%	35.8%	36.0%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	-0.32	0.18	0.30	0.33
每股经营现金	-0.26	0.30	0.30	0.52
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	—	89.8	52.2	48.9
PB	3.5	3.3	3.2	3.1

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



### 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