



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026 年 04 月 30 日

基础数据

04 月 29 日收盘价（元）	145.50
总市值（亿元）	677.65
总股本（亿股）	4.66

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】睿创微纳：营收增长毛利率提升，单季度利润创历史新高-2025.11.25

【兴证军工】睿创微纳：红外热成像业务营收高增，股份支付费用有所减少-2025.09.29

【兴证军工】睿创微纳：制裁计提影响 24 年利润，25 年股权激励摊销预计大幅降低-2025.05.15

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

睿创微纳(688002.SH)

红外渗透率爆发需求上行，技术迭代引领长期增长

投资要点：

- **公司发布 2025 年年报：**2025 年，公司实现营业收入 63.04 亿元（快报为 63.22 亿元），同比增长 46.07%；归母净利润 11.25 亿元（快报为 11.00 亿元），同比增长 97.66%；扣非归母净利润 10.54 亿元（快报为 10.33 亿元），同比增长 106.69%；扣除股份支付影响后的净利润 10.74 亿元，同比增长 79.61%。2025 年公司营收增长较快的主要原因是公司持续加大研发投入与新产品开发力度，积极开拓市场，扩大销售规模，保持订单充足和及时生产交付。
- **公司发布 2026 年一季报：**2026Q1，公司实现营业收入 19.45 亿元，同比增长 71.12%，环比减少 12.32%；归母净利润 4.79 亿元，同比增长 228.31%，环比增长 14.57%；扣非归母净利润 4.69 亿元，同比增长 253.60%，环比减少 19.70%。归母净利润和扣非归母净利润同比增长，主要系产品销售收入增长以及产品销售结构变动导致毛利增加所致。
- **毛利率同比增加，期间费用率同比减少。**2025 年，公司毛利率 52.51%，同比增加 2.26pct；归母净利率 17.84%，同比增加 4.66pct；加权平均 ROE 为 18.68%，同比增加 7.37pct。2025 年，公司期间费用合计 18.89 亿元，同比增长 25.19%，期间费用率为 29.97%，同比减少 5.00 pct。
- **红外业务快速增长，微波业务布局新方向。**2025 年，红外热成像业务营业收入 59.32 亿元，同比增长 51.74%，毛利率 55.17%，同比增加 1.52pct；微波射频业务营业收入 2.02 亿元，同比减少 29.59%，毛利率 4.52%，同比减少 13.37pct；其他业务营业收入 0.43 亿元，同比减少 36.54%，毛利率 40.60%，同比增加 15.80pct。
- **国内外营收均实现强劲增长。**2025 年，境内营业收入 45.04 亿元，同比增长 39.33%，毛利率 52.78%，同比增加 2.13pct，国内工业检测快速渗透，安防与低空经济政策催化放量，民用新兴消费快速起量，增速较快。2025 年，境外营业收入 16.73 亿元，同比增长 62.26%，毛利率 55.12%，同比增加 3.89pct，境外公司业务完成渠道布局以及品牌调整，产品竞争力不断增强，增长进入爆发期。
- **经营性现金流显著改善。**2025 年，公司经营活动产生的现金流量净额 18.56 亿元，同比增长 312.70%，主要系销售商品导致的现金流入增加所致。
- 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 20.65/26.17/32.43 亿元，EPS 分别为 4.43/5.62/6.96 元，对应 4 月 29 日收盘价 PE 为 32.8/25.9/20.9 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：下游需求不及预期；新业务拓展不及预期；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）	6304	9000	11150	13350
同比增长	46.1%	42.8%	23.9%	19.7%
归母净利润（百万元）	1125	2065	2617	3243
同比增长	97.7%	83.7%	26.7%	24.0%
毛利率	52.5%	52.2%	51.7%	51.5%
ROE	16.9%	24.7%	24.7%	24.3%
每股收益（元）	2.41	4.43	5.62	6.96
市盈率	60.3	32.8	25.9	20.9

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 63.04 亿元 (快报为 63.22 亿元), 同比增长 46.07%; 利润总额 10.98 亿元 (快报为 10.75 亿元), 同比增长 156.47%; 归母净利润 11.25 亿元 (快报为 11.00 亿元), 同比增长 97.66%; 扣非后归母净利润 10.54 亿元 (快报为 10.33 亿元), 同比增长 106.69%; 扣除股份支付影响后的净利润 10.74 亿元, 同比增长 79.61%; 基本每股收益 2.50 元, 同比增长 95.31%; 加权平均 ROE 为 18.68%, 同比增加 7.37pct。
- **公司发布 2026 年一季报:** 2026Q1, 公司实现营业收入 19.45 亿元, 同比增长 71.12%, 环比减少 12.32%; 归母净利润 4.79 亿元, 同比增长 228.31%, 环比增长 14.57%; 扣非归母净利润 4.69 亿元, 同比增长 253.60%, 环比减少 19.70%; 基本每股收益 1.04 元, 同比增长 224.46%。
- **2025 年利润分配方案:** 公司拟以 4.58 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金股利 3.00 元 (含税), 合计拟派发现金红利 1.37 亿元 (含税), 占归母净利润比例为 12.20%。

点评

- **订单保持充足, 营收快速增长**

2025 年公司实现营收 63.04 亿元 (快报为 63.22 亿元), 同比增长 46.07%; 利润总额 10.98 亿元 (快报为 10.75 亿元), 同比增长 156.47%; 归母净利润 11.25 亿元 (快报为 11.00 亿元), 同比增长 97.66%; 扣非后归母净利润 10.54 亿元 (快报为 10.33 亿元), 同比增长 106.69%。

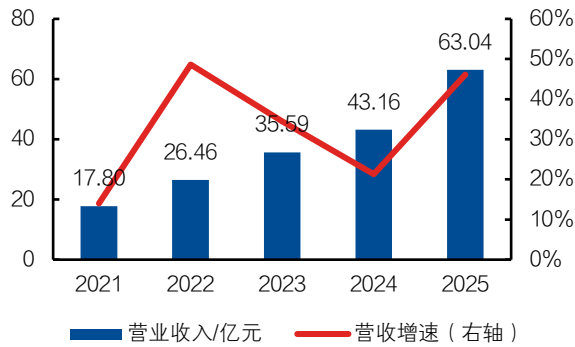
营收增长较快的主要原因是公司持续加大研发投入与新产品开发力度, 积极开拓市场, 扩大销售规模, 保持订单充足和及时生产交付。

分季度看, 公司 2025 年四个季度分别实现营收 11.37 亿元 (同比增长 12.88%, 下同)、14.07 亿元 (同比增长 38.67%)、15.42 亿元 (同比增长 36.70%)、22.18 亿元 (同比增长 90.26%, 环比增加 43.83%); 公司 2025 年四个季度分别实现归母净利润 1.46 亿元 (同比增长 13.42%)、2.05 亿元 (同比增长 114.25%)、3.56 亿元 (同比增长 37.33%)、4.18 亿元 (同比增长 388.33%, 环比增加 17.45%)。

2026Q1, 公司实现营业收入 19.45 亿元, 同比增长 71.12%, 环比减少 12.32%; 归母净利润 4.79 亿元, 同比增长 228.31%, 环比增长 14.57%; 扣非归母净利润 4.69 亿元, 同比增长 253.60%, 环比减少 19.70%; 基本每股收益 1.04 元, 同比

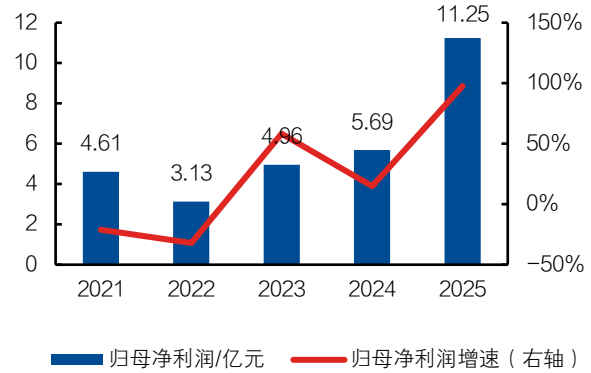
增长 224.46%。营业收入同比增长，主要系公司持续加大研发投入与新产品开发力度，积极开拓市场，扩大销售规模，保持订单充足和及时生产交付。归母净利润和扣非归母净利润同比增长，主要系产品销售收入增长以及产品销售结构变动导致毛利增加所致。

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	46.52	7.90	22.20%	0.82	16.46%
	Q2	52.39	9.94	27.94%	1.76	35.50%
	Q3	51.53	8.78	24.68%	1.29	26.08%
	Q4	49.01	8.96	25.19%	1.09	21.96%
2024	Q1	46.64	10.07	23.33%	1.29	22.60%
	Q2	52.26	10.15	23.52%	0.96	16.83%
	Q3	54.11	11.28	26.14%	2.59	45.53%
	Q4	47.90	11.66	27.01%	0.86	15.04%
2025	Q1	45.95	11.37	18.03%	1.46	12.97%
	Q2	54.57	14.07	22.32%	2.05	18.25%
	Q3	54.05	15.42	24.46%	3.56	31.63%
	Q4	53.51	22.18	35.19%	4.18	37.15%

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

● 红外业务快速增长，微波业务布局新方向

2025 年，红外热成像业务实现营收 59.32 亿元，同比增长 51.74%，毛利率 55.17%，同比增加 1.52pct，受益于低空经济、户外消费、工业与视觉感知等领域的旺盛需求实现了快速增长。

2025 年，微波射频实现营收 2.02 亿元，同比减少 29.59%，毛利率 4.52%，同比减少 13.37pct，下游需求进入调整期，高端新品攻坚成本增加以及老品降价等影响，销售收入以及毛利率有所下滑。

2025 年，其他业务实现营收 0.43 亿元，同比减少 36.54%，毛利率 40.60%，同比增加 15.80pct。

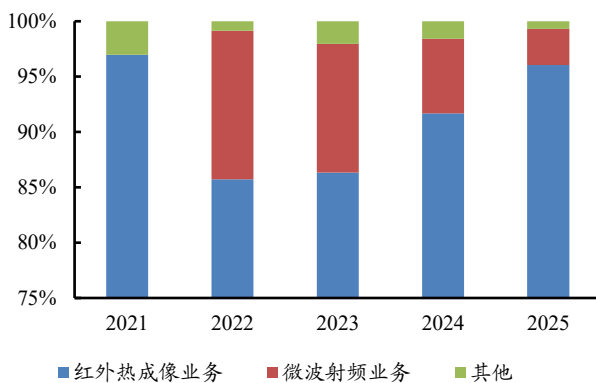
分子公司看，2025 年，齐新半导体实现营业收入 2.47 亿元，同比增长 296.73%，实现净利润-0.63 亿元，同比增长 1.11 亿元，净利润率-25.32%，同比增加 253.25 pct；

2025 年，无锡华测实现营业收入 2.01 亿元，同比减少 29.18%，实现净利润-0.28 亿元，同比减少 0.24 亿元，净利润率-13.77%，同比减少 12.43 pct；

2025 年，睿创微电子实现营业收入 36.85 亿元，实现净利润 6.67 亿元，净利润率 18.10%；

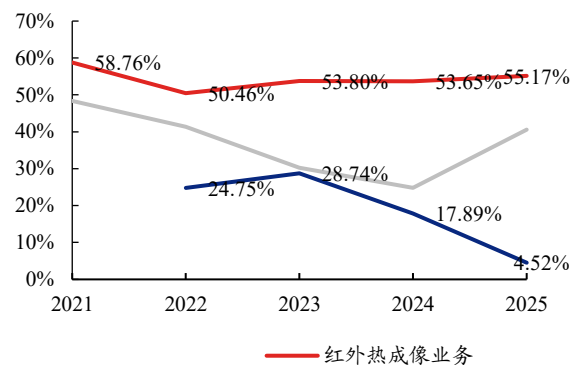
2025 年，合肥影炬实现营业收入 10.21 亿元，实现净利润-1.30 亿元，净利润率 -12.77%。

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

● 技术迭代引领长期成长

据公司 2025 年年报，非制冷红外器件方面，公司 2025 年完成了 8μm 系列产品量产导入，1920×1080、1280×1024 及 640×512 面阵三款产品已进入量产阶段，可批量化供应；完成第二代 8μm 200 万像素探测器产品的样品开发，相比第一代产品尺寸、重量大幅减小，性能提升；完成首款使用 8μm 像元技术的 640×512 面阵 SWLP 探测器样品开发；开启 8μm 系列化产品的优化提升。公司持续优化晶圆级封装技术，满足车载、工业等民用市场对热成像探测器的小型化、低成本的需求；布局开发新一代传感器和封装技术，进一步提升图像质量，压缩成本，缩小探测器体积，满足未来户外夜视、消费电子、低空经济等领域的应用需求。

2025 年，公司车载业务迎来规模化落地的关键一年。在红外热成像领域，公司已成功获得比亚迪、吉利、长城、广汽、滴滴自动驾驶、博雷顿、卡尔动力、陕汽等十余家乘用车、商用车以及智能驾驶方案领域头部企业的定点合作，赋能 20 余款车型。同时公司与飞行汽车应用领域某头部主机厂达成深度合作协议，启动飞行汽车机载探测雷达的研发。

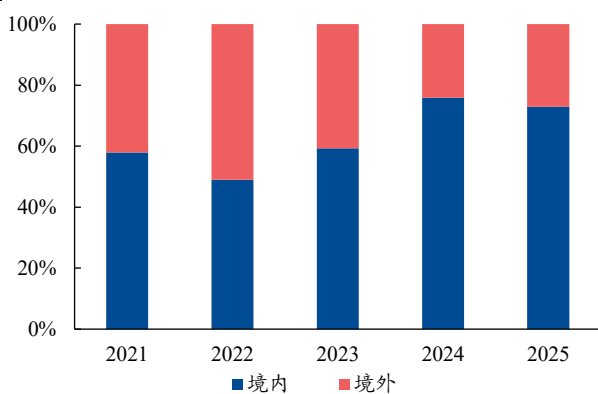
微波业务方面，公司继续推进从核心芯片到组件、子系统、分系统、整机的全链条技术和产品研制，各业务模块均取得了显著进展，各业务模块协同效应强化。在卫通互联网方面，公司基于自研核心芯片及先进相控阵天线技术，开展 Ku 及 Ka 频段低轨卫通相控阵终端产品研制，完成多款有源相控阵天线原型机的测试验证；实现了 AiP、MTA、ATF 三种先进天线技术的产品化；推出了 CC0805 有源相控阵宽带卫通终端产品。

● 国内外营收均实现强劲增长

2025 年，境内营业收入 45.04 亿元，同比增长 39.33%，毛利率 52.78%，同比增加 2.13pct，国内工业检测快速渗透，安防与低空经济政策催化放量，民用新兴消费快速起量，增速较快。

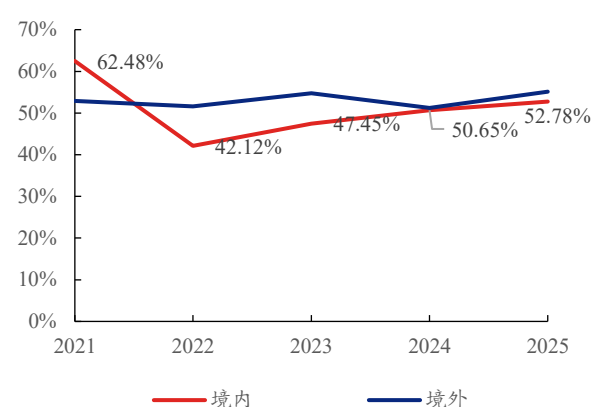
2025 年，境外营业收入 16.73 亿元，同比增长 62.26%，毛利率 55.12%，同比增加 3.89pct，境外公司业务完成渠道布局以及品牌调整，产品竞争力不断增强，增长进入爆发期。

图5、2021-2025 年分地区营收（亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2021-2025 年分地区毛利率



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

● 毛利率同比增长，期间费用率减少

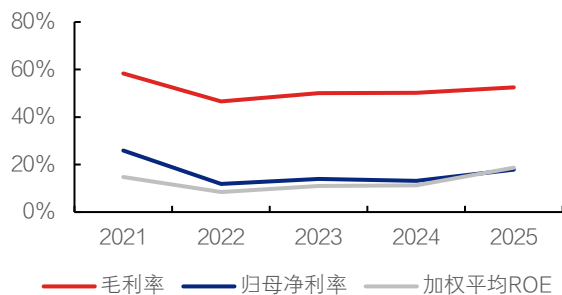
2025 年，公司整体毛利率为 52.51%，同比增加 2.26pct；归母净利率为 17.84%，同比增加 4.66pct；加权平均 ROE 为 18.68%，同比增加 7.37pct。

2026Q1, 公司毛利率 53.40%, 同比增加 7.45 pct, 环比减少 0.10pct; 归母净利率 24.62%, 同比增加 11.79 pct, 环比增加 5.78 pct; 加权平均净资产收益率 6.85%, 同比增加 4.18 pct。

2025 年, 公司期间费用总额 18.89 亿元, 同比增长 25.19%, 期间费用率为 29.97%, 同比减少 5.00 pct。其中, 销售费用 2.63 亿元, 同比增长 20.89%, 销售费率为 4.18%, 同比减少 0.87 pct; 管理费用 4.13 亿元, 同比增长 7.71%, 管理费用率为 6.56%, 同比减少 2.34 pct; 财务费用 0.59 亿元, 同比增长 26.63%, 财务费用率为 0.93%, 同比减少 0.14 pct; 研发费用 11.53 亿元, 同比增长 34.00%, 研发费用率为 18.30%, 同比减少 1.65 pct, 主要系报告期内人工成本、物料消耗费用增加所致。

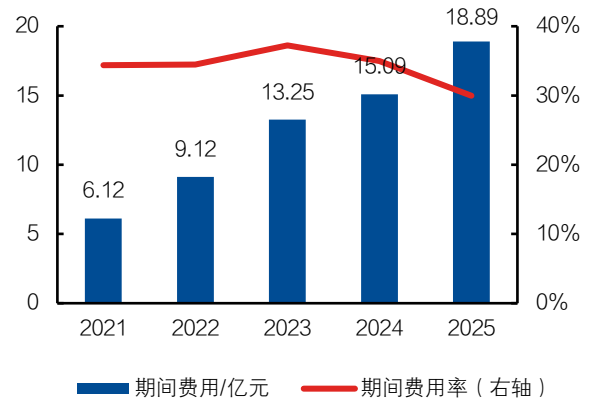
2026Q1, 公司期间费用合计 4.84 亿元, 同比增长 25.40%, 期间费用率为 24.87%, 同比减少 9.07 pct。其中, 销售费用 0.60 亿元, 同比增长 2.32%, 销售费率为 3.06%, 同比减少 2.06 pct; 管理费用 1.06 亿元, 同比增长 25.04%, 管理费用率为 5.45%, 同比减少 2.01 pct; 财务费用 0.24 亿元, 同比增长 150.82%, 财务费用率为 1.21%, 同比增加 0.39 pct; 研发费用 2.94 亿元, 同比增长 26.23%, 研发费用率为 15.14%, 同比减少 5.39 pct。

图7、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8、2021-2025 年期间费用及期间费用率



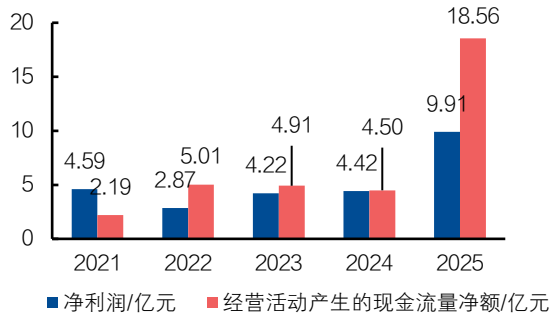
数据来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 经营性现金流显著改善

2025 年, 公司经营活动产生的现金流量净额 18.56 亿元, 同比增长 312.70%, 主要系销售商品导致的现金流入增加所致; 投资活动产生的现金流量净额-18.26 亿元, 同比减少 14.09 亿元, 主要系投资支付的现金增加所致; 筹资活动产生的现金流量净额-1.39 亿元, 同比增加 2.23 亿元, 主要系回购股份支付的现金和购买少数股东股权减少所致。

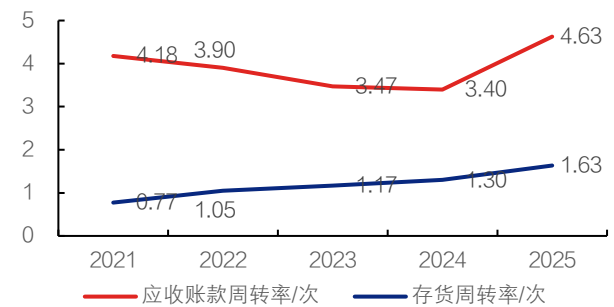
2026Q1，公司经营活动产生的现金流量净额 9.34 亿元，同比增长 295.82%，主要系产品销售收入增长以及产品销售结构变动导致毛利增加所致；投资活动产生的现金流量净额-6.26 亿元，同比减少 1.24 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 -0.13 亿元，同比减少 0.34 亿元。

图9、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10、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

● 合同负债大幅增加，周转效率提升

截至 2025 年末，应收账款 14.07 亿元，较年初增长 6.80%，应收票据 0.77 亿元，较年初减少 57.14%；应收账款周转率 4.63 次，同比增加 1.23 次。2025 年，公司信用减值损失 2.09 亿元，同比增长 23.07%。截至 2026Q1 末，公司应收账款 12.83 亿元，较年初减少 8.86%，应收票据 1.05 亿元，较年初增长 37.43%。

截至 2025 年末，公司存货 19.19 亿元，较年初增长 9.97%，存货周转率 1.63 次，同比增加 0.33 次。截至 2026Q1 末，存货 19.85 亿元，较年初增长 3.45%。

截至 2025 年末，公司合同负债 3.27 亿元，同比增长 125.65%，主要系报告期内预收货款增加所致。截至 2026Q1 末，合同负债 4.35 亿元，较年初增加 33.15%。

● 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 20.65/26.17/32.43 亿元，EPS 分别为 4.43/5.62/6.96 元，对应 4 月 29 日收盘价 PE 为 32.8/25.9/20.9 倍，维持“增持”评级。

● 风险提示

下游需求不及预期；新业务拓展不及预期；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
流动资产	6520	12470	16410	19860
货币资金	1028	2461	3971	5640
交易性金融资产	386	386	386	386
应收票据及应收账款	1484	6450	8052	9610
预付款项	226	431	544	654
存货	1919	1515	1895	2218
其他	1476	1228	1562	1352
非流动资产	3990	4154	4077	3966
长期股权投资	189	181	184	183
固定资产	1986	2104	2023	1908
在建工程	194	184	195	232
无形资产	220	198	180	163
商誉	138	138	138	138
其他	1263	1349	1358	1342
资产总计	10510	16624	20487	23826
流动负债	2116	6458	8078	8624
短期借款	20	20	20	24
应付票据及应付账款	1389	4900	5975	5321
其他	707	1538	2084	3279
非流动负债	1758	1789	1789	1789
长期借款	32	32	32	32
其他	1726	1757	1757	1757
负债合计	3874	8247	9867	10412
股本	460	466	466	466
未分配利润	3338	4767	6588	8844
少数股东权益	-16	4	34	84
股东权益合计	6636	8377	10620	13414
负债及权益合计	10510	16624	20487	23826

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	1125	2065	2617	3243
折旧和摊销	381	265	284	295
营运资金的变动	119	-598	-960	-1390
经营活动产生现金流量	1856	1901	2116	2343
资本支出	-571	-362	-197	-194
长期投资	-1267	12	-4	1
投资活动产生现金流量	-1826	-116	-171	-149
债权融资	-93	-1	0	4
股权融资	104	5	0	0
融资活动产生现金流量	-139	-345	-434	-526
现金净变动	-102	1433	1511	1668

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	6304	9000	11150	13350
营业成本	2994	4306	5386	6476
税金及附加	52	75	85	95
销售费用	263	360	446	507
管理费用	413	675	792	908
研发费用	1153	1485	1784	2069
财务费用	59	45	56	68
投资收益	47	50	50	50
公允价值变动收益	-17	0	0	0
信用减值损失	-209	-50	-50	-50
资产减值损失	-169	-100	-100	-100
营业利润	1099	2164	2742	3409
营业外收支	-1	-14	-14	-14
利润总额	1098	2150	2728	3395
所得税	107	64	82	102
净利润	991	2085	2647	3293
少数股东损益	-134	20	30	50
归属母公司净利润	1125	2065	2617	3243
EPS(元)	2.41	4.43	5.62	6.96

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	46.1%	42.8%	23.9%	19.7%
营业利润增长率	148.5%	97.0%	26.7%	24.3%
归母净利润增长率	97.7%	83.7%	26.7%	24.0%
盈利能力				
毛利率	52.5%	52.2%	51.7%	51.5%
归母净利率	17.8%	22.9%	23.5%	24.3%
ROE	16.9%	24.7%	24.7%	24.3%
偿债能力				
资产负债率	36.9%	49.6%	48.2%	43.7%
流动比率	3.08	1.93	2.03	2.30
速动比率	1.39	1.46	1.59	1.84
营运能力				
资产周转率	65.3%	66.3%	60.1%	60.3%
每股资料(元)				
每股收益	2.41	4.43	5.62	6.96
每股经营现金	3.98	4.08	4.54	5.03
估值比率(倍)				
PE	60.3	32.8	25.9	20.9
PB	10.2	8.1	6.4	5.1

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