



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年05月10日

基础数据

05月08日收盘价(元)	21.23
总市值(亿元)	295.74
总股本(亿股)	13.93

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】中航高科 2025 年三季报点评: 客户需求节奏影响短期业绩, 持续加大研发投入-2025.11.02

【兴证军工】中航高科 2025 年半年报点评: 营收增长毛利率提升, 利润总额目标完成过半-2025.09.13

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

中航高科(600862.SH)

新产品销量突破性增长, 民用航空布局持续推进

投资要点:

- 公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报: 2025 年实现营收 50.08 亿元, 同比减少 1.27%; 归母净利润 10.31 亿元, 同比减少 10.57%; 扣非后归母净利润 10.22 亿元, 同比减少 10.07%; 基本每股收益 0.74 元, 同比减少 10.84%。2026Q1, 公司实现营业收入 10.81 亿元, 同比减少 22.85%; 归母净利润为 2.51 亿元, 同比减少 29.87%; 扣非后归母净利润 2.47 亿元, 同比减少 30.05%。
- 2025 年毛利率同比减少, 期间费用率同比增加。2025 年, 公司整体毛利率为 37.60%, 同比减少 1.23pct; 归母净利率为 20.58%, 同比减少 2.14pct; 加权平均 ROE 为 13.94%, 同比减少 3.27pct。2025 年, 公司期间费用总额 6.09 亿元, 同比增长 5.02%, 期间费用占营收比重 12.16%, 同比增加 0.73pct。
- T800 级及以上产品销量实现突破性增长。2025 年航空新材料业务实现营收 49.38 亿元, 同比减少 0.63%, 归母净利润 10.88 亿元, 同比减少 10.81%。其中: 航空工业复材实现营收 46.96 亿元, 同比减少 1.45%; 净利润 10.65 亿元, 同比减少 10.13%, 航空工业复材实现新一代 T800 级及以上碳纤维预浸料及预浸丝束产品产量的突破性增长。优材百慕实现营收 2.14 亿元, 同比增长 4.93%, 实现净利润 3695.89 万元, 同比增长 7.54%。深圳轻快世界全年实现营业收入 2528.91 万元, 实现净利润-1448.35 万元。2026Q1, 航空新材料业务实现营业收入 10.74 亿元, 同比减少 22.76%; 归母净利润 2.67 亿元, 同比减少 29.01%。
- 民用航空布局持续推进。2025 年, 公司民用航空复合材料构件能力提升建设项目已完成规划初审与方案设计招标工作, 完成部分重要设备的技术评审及开评标工作; 航空发动机用树脂基复材零组件生产能力建设项目已完成建安工程及设备合同签订, 主要设备到货并进行安装调试, 公司正推进产品测试和认证工作。
- 全年经营工作目标同比下降。公司 2026 年全年经营工作目标营业收入 42.65 亿元, 较 2025 年实际收入减少 14.84%; 利润总额 8.80 亿元, 较 2025 年实际利润总额减少 27.39%。其中航空新材料业务力争实现营业收入 42.60 亿元, 较 2025 年实际收入减少 13.73%, 利润总额 9.25 亿元, 较 2025 年实际利润总额减少 27.11%。
- 实施回购拟全部用于股权激励计划。截至 2026 年 3 月 31 日, 公司通过集中竞价交易方式累计回购公司股份 379.36 万股, 占公司总股本的 0.27%, 回购均价为 25.81 元/股, 回购资金总额 9790.41 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 8.31/9.19/10.16 亿元, EPS 分别 0.60/0.66/0.73 元, 对应 5 月 8 日收盘价 PE 为 35.6/32.2/29.1 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)	5008	4487	4844	5235
同比增长	-1.3%	-10.4%	7.9%	8.1%
归母净利润(百万元)	1031	831	919	1016
同比增长	-10.6%	-19.4%	10.6%	10.6%
毛利率	37.6%	34.0%	34.3%	34.1%
ROE	13.4%	10.1%	10.3%	10.6%
每股收益(元)	0.74	0.60	0.66	0.73
市盈率	28.7	35.6	32.2	29.1

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 50.08 亿元，同比减少 1.27%；归母净利润 10.31 亿元，同比减少 10.57%；扣非后归母净利润 10.22 亿元，同比减少 10.07%；基本每股收益 0.74 元，同比减少 10.84%；加权平均 ROE 为 13.94%，同比减少 3.27pct。
- **公司发布 2026 年一季报：**2026Q1，公司实现营业收入 10.81 亿元，同比减少 22.85%；归母净利润为 2.51 亿元，同比减少 29.87%；扣非后归母净利润 2.47 亿元，同比减少 30.05%。
- **2025 年利润分配方案：**公司拟以 13.90 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 2.23 元（含税），合计拟派发现金红利 3.10 亿元（含税），占归母净利润比例为 30.06%。

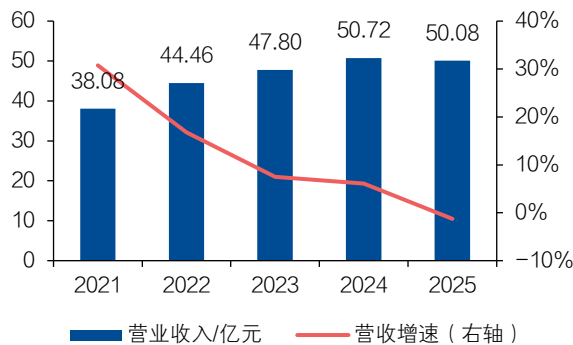
点评

● 营业收入小幅减少

2025 年公司实现营收 50.08 亿元，同比减少 1.27%，完成全年计划的 86.34%；利润总额 12.12 亿元，完成全年计划的 88.92%；归母净利润 10.31 亿元，同比减少 10.57%；扣非后归母净利润 10.22 亿元，同比减少 10.07%。

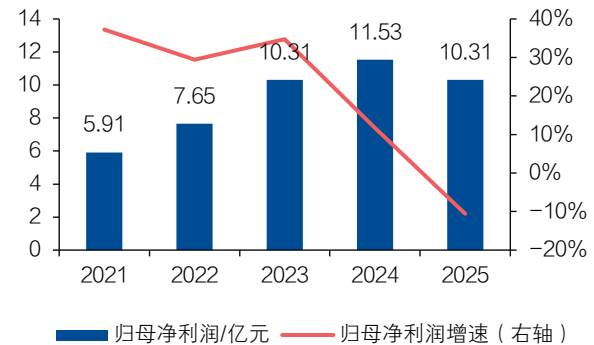
分季度看，公司 2025 年四个季度分别实现营收 14.01 亿元（同比+6.38%，下同）、13.46 亿元（+9.47%）、10.14 亿元（-20.41%）、12.46 亿元（-0.38%）；公司 2025 年四个季度分别实现归母净利润 3.58 亿元（+1.93%）、2.47 亿元（-2.12%）、2.01 亿元（-34.74%）、2.25 亿元（-6.72%）。

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	40.50	12.52	26.19%	3.34	32.43%
	Q2	34.64	11.60	24.28%	2.17	21.03%
	Q3	36.95	12.10	25.32%	2.93	28.41%
	Q4	34.57	11.57	24.21%	1.87	18.14%
2024	Q1	41.21	13.17	25.97%	3.51	30.45%
	Q2	33.01	12.30	24.24%	2.53	21.91%
	Q3	41.07	12.74	25.12%	3.08	26.75%
	Q4	39.77	12.51	24.67%	2.41	20.88%
2025	Q1	41.21	14.01	27.98%	3.58	34.71%
	Q2	34.24	13.46	26.88%	2.47	23.98%
	Q3	39.47	10.14	20.25%	2.01	19.52%
	Q4	35.65	12.46	24.89%	2.25	21.78%
2026	Q1	40.54	10.81	-	2.51	-

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2026Q1 单季度占比无意义

2026Q1，公司实现营业收入 10.81 亿元，同比减少 22.85%；归母净利润为 2.51 亿元，同比减少 29.87%；扣非后归母净利润 2.47 亿元，同比减少 30.05%。

● 航空新材料业务受产品结构变化部分产品毛利贡献降低

2025 年航空新材料业务实现营收 49.38 亿元，同比减少 0.63%，归母净利润 10.88 亿元，同比减少 10.81%，主要系研发投入增加和本期交付产品结构变化带来的部分产品毛利贡献降低所致。其中：

1) 航空工业复材实现营收 46.96 亿元，同比减少 1.45%；净利润 10.65 亿元，同比减少 10.13%，净利率为 22.68%，同比减少 2.19pct；航空工业复材实现新一代 T800 级及以上碳纤维预浸料及预浸丝束产品产量的突破性增长，显著提升先进材料供给能力，为下一代主力产品的规模化量产奠定了坚实基础。

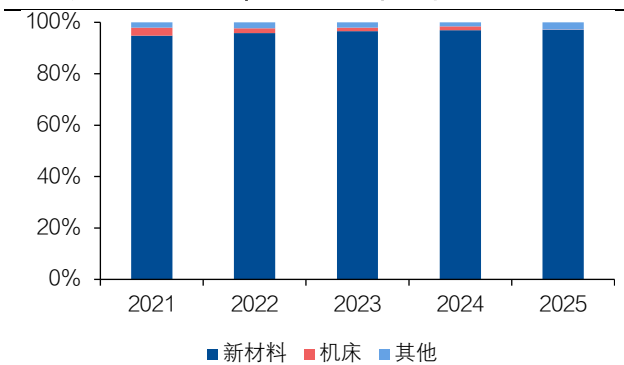
2) 优材百慕实现营收 2.14 亿元，同比增长 4.93%，实现净利润 3695.89 万元，同比增长 7.54%；优材百慕圆满完成了民航飞机刹车盘副及高铁制动闸片产品的订单交货任务，积极开拓国内外民航市场，民航市场年度订单金额增长迅速；完成了多个型号飞机刹车零部件的取证工作；

3) 深圳轻快世界全年实现营业收入 2528.91 万元，实现净利润-1448.35 万元；公司在低空经济领域拓展成效突出，新增核心客户 13 家，成为 28 家 eVTOL 企业核心供应商，公司低空飞行器预浸料市场占有率达 80%。

2025 年，装备业务实现营业收入 7595.88 万元，同比下降 20.77%，实现归母净利润 10.12 万元，同比减亏 1961.80 万元，实现扭亏主要是业务结构变化和产品毛利贡献提升所致。

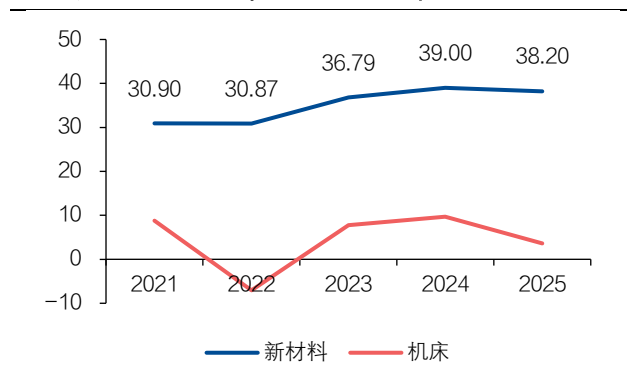
2026Q1，航空新材料业务实现营业收入 10.74 亿元，同比减少 22.76%；归母净利润 2.67 亿元，同比减少 29.01%。

图3、2021-2025 年分产品营收（亿元）



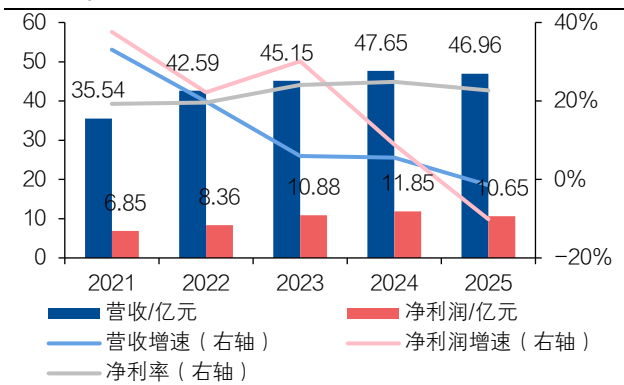
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理
注：以公司披露数值统计，与航空新材料业务统计口径略有差异

图4、2021-2025 年分产品毛利率



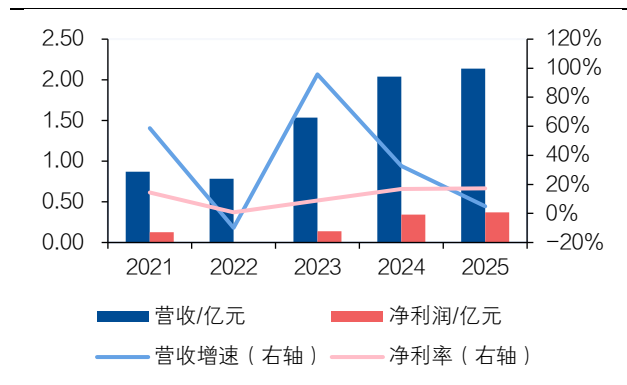
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、中航工业复材营收、净利润（亿元）增速及净利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、优材百慕营收、净利润（亿元）及增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 民航布局持续推进

民用航空复合材料构件能力提升建设项目计划总投资 9.18 亿元，2025 年完成投资 229.77 万元，已完成规划初审与方案设计招标工作，完成部分重要设备的技术评审及开评标工作；航空发动机用树脂基复材零组件生产能力建设项目计划总投

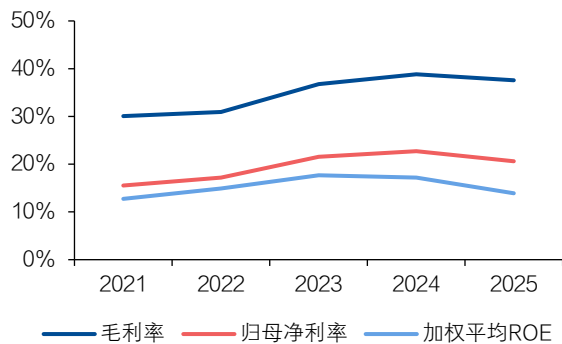
资 2.85 亿元，累计完成投资额 1.06 亿元，已完成建安工程及设备合同签订，主要设备到货并进行安装调试，公司正推进产品测试和认证工作。

● 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 37.60%，同比减少 1.23pct；归母净利率为 20.58%，同比减少 2.14pct；加权平均 ROE 为 13.94%，同比减少 3.27pct。2026Q1，公司毛利率为 40.54%，同比减少 0.67pct，归母净利率为 23.21%，同比减少 2.32pct。

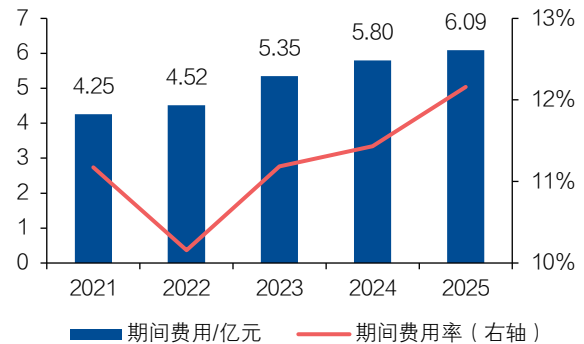
2025 年，公司期间费用总额 6.09 亿元，同比增长 5.02%，期间费用占营收比重 12.16%，同比增加 0.73pct；其中，销售费用 0.22 亿元，同比减少 20.66%，主要系优化销售人员人工成本下降所致，占营业收入的 0.44%，同比减少 0.11pct；管理费用 3.90 亿元，同比增长 4.80%，占营业收入的 7.78%，同比增加 0.45pct；财务费用-0.15 亿元，同比增加 0.03 亿元，占营业收入的-0.29%，同比增加 0.06pct；研发费用 2.12 亿元，同比增长 7.05%，占营业收入的 4.23%，同比增加 0.33pct。

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



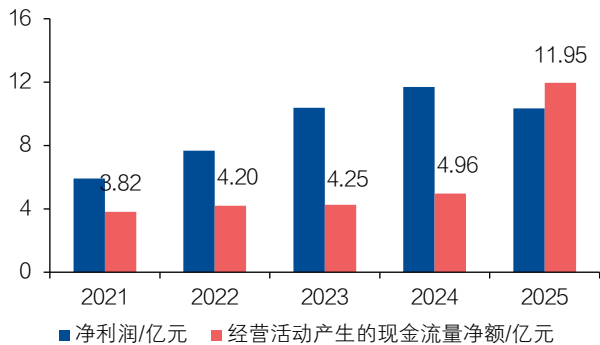
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2026Q1，公司期间费用合计 1.31 亿元，同比减少 2.66%，期间费用率为 12.14%，同比增加 2.52pct。

● 经营性现金流显著改善

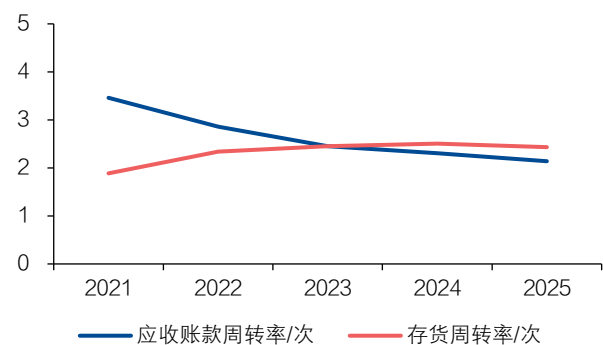
2025 年，公司经营活动产生的现金流净额 11.95 亿元，同比增长 140.92%；投资活动产生的现金流量净额-3.38 亿元，同比减少 212.69%；筹资活动产生的现金流量净额-5.26 亿元，同比 2024 年的-1.19 亿元减少 4.08 亿元。2026Q1，公司经营活动产生的现金流量净额为 4.34 亿元，同比增长 458.20%。

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



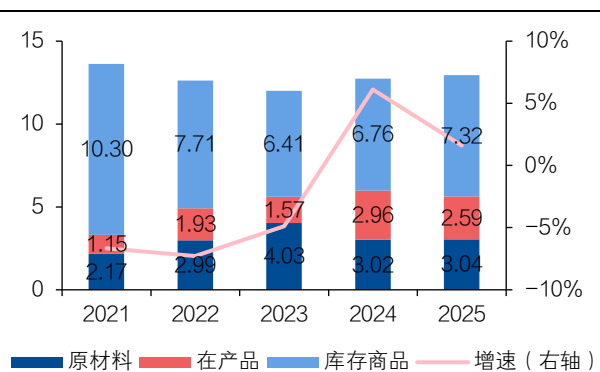
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

● 2025 年应收账款同比增长，存货同比增长

截至 2025 年末，公司应收账款 24.85 亿元，同比增长 13.17%，应收票据 13.53 亿元，同比减少 8.57%。截至 2026Q1 末，公司应收账款 30.88 亿元，较年初增长 24.27%。

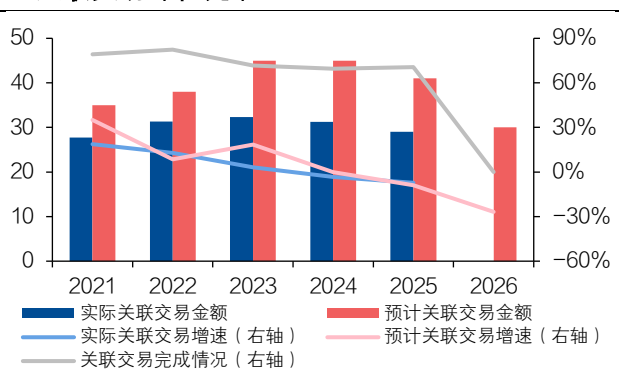
截至 2025 年末，公司存货 12.95 亿元，同比增长 1.60%，存货周转率 2.43 次，同比减少 0.07 次；其中，原材料的账面价值为 3.04 亿元，同比增长 0.55%，在产品 2.59 亿元，同比减少 12.67%，库存商品 7.32 亿元，同比增长 8.31%。截至 2026Q1 末，公司存货 14.63 亿元，较年初增长 12.96%。

图11、公司存货（亿元）及增速



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、2021-2026 年向航空工业下属单位出售商品关联交易（亿元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 2026 年预计关联销售交易额同比减少

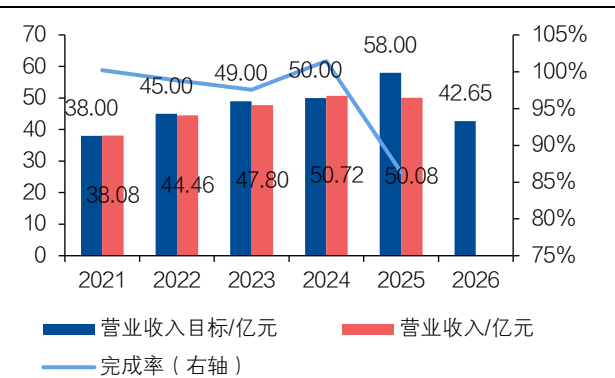
公司预计 2025 年度与航空工业下属单位发生日常销售商品关联交易 41 亿元，2025 年实际发生额为 29 亿元，同比减少 7.25%，完成全年计划的 70.72%，主要系关联方需求计划的调整。

公司预计 2026 年度与航空工业下属单位发生日常销售商品关联交易 30 亿元，同比 2025 年预计值减少 26.83%，较 2025 年实际发生额增长 3.46%。

● 2026 年经营目标同比下滑

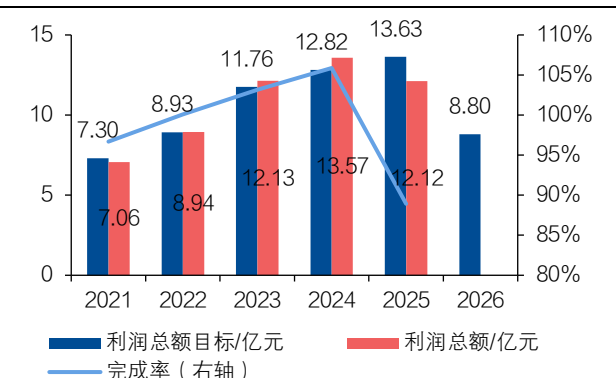
公司 2026 年全年经营工作目标营业收入 42.65 亿元，较 2025 年实际收入减少 14.84%；利润总额 8.80 亿元，较 2025 年实际利润总额减少 27.39%。其中航空新材料业务力争实现营业收入 42.60 亿元，较 2025 年实际收入减少 13.73%，利润总额 9.25 亿元，较 2025 年实际利润总额减少 27.11%。

图13、公司目标营收完成率



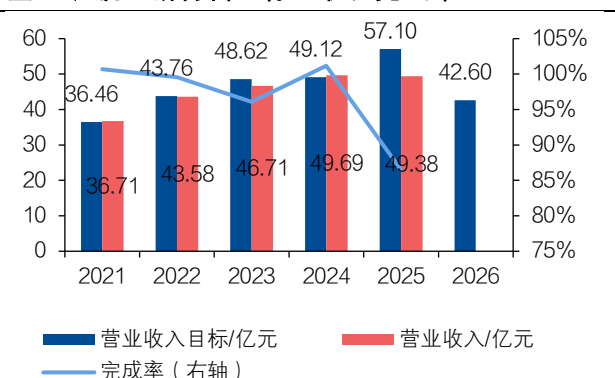
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、公司目标利润总额完成率



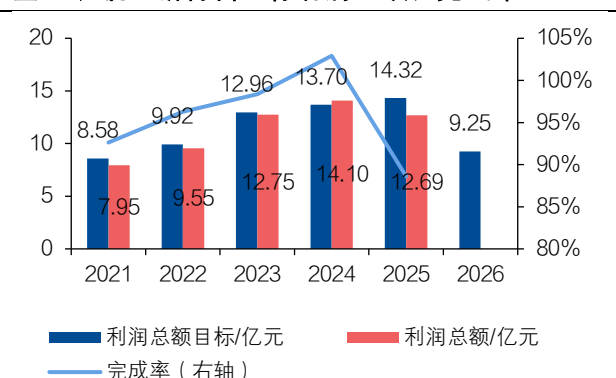
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、航空新材料目标营收及完成率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、航空新材料目标利润总额及完成率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **实施回购拟全部用于股权激励计划**

2025年4月25日董事会审议通过《公司关于以集中竞价方式回购公司股份的方案》，公司拟使用自有资金10,000.00万元（含）-20,000.00万元（含），通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式进行股份回购，本次回购股份的价格不超过36.00元/股（含）。

截至2026年3月31日，公司通过集中竞价交易方式累计回购公司股份379.36万股，占公司总股本的0.27%，回购均价为25.81元/股，回购资金总额9790.41万元。

- **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8.31/9.19/10.16亿元，EPS分别0.60/0.66/0.73元，对应5月8日收盘价PE为35.6/32.2/29.1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。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	7381	7699	8228	8837
货币资金	1983	2419	2888	3420
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	3838	3790	3743	3684
预付款项	28	21	22	24
存货	1295	1266	1352	1467
其他	236	203	222	242
非流动资产	2722	2849	2952	3063
长期股权投资	425	434	443	452
固定资产	1178	1287	1381	1447
在建工程	164	211	248	288
无形资产	444	424	403	383
商誉	0	0	0	0
其他	512	494	477	492
资产总计	10104	10548	11180	11900
流动负债	1706	1565	1558	1569
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	970	959	1030	1117
其他	736	606	528	452
非流动负债	296	299	289	279
长期借款	0	0	0	0
其他	296	299	289	279
负债合计	2002	1864	1847	1848
股本	1680	1680	1680	1680
未分配利润	3101	3557	4061	4619
少数股东权益	419	426	434	442
股东权益合计	8102	8684	9334	10052
负债及权益合计	10104	10548	11180	11900

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	1031	831	919	1016
折旧和摊销	229	250	267	259
营运资金的变动	-101	-44	-88	-67
经营活动产生现金流量	1195	1063	1121	1201
资本支出	-247	-339	-339	-338
长期投资	-120	-19	-19	-19
投资活动产生现金流量	-338	-374	-364	-353
债权融资	0	6	-10	-10
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-526	-253	-287	-316
现金净变动	331	436	470	531

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	5008	4487	4844	5235
营业成本	3125	2961	3182	3449
税金及附加	45	42	45	49
销售费用	22	22	24	26
管理费用	390	339	366	395
研发费用	212	182	197	213
财务费用	-15	-29	-35	-43
投资收益	-15	-10	-5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-21	-12	-12	0
资产减值损失	-20	-9	-9	0
营业利润	1210	975	1079	1193
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	1212	977	1081	1195
所得税	179	140	155	171
净利润	1033	838	926	1024
少数股东损益	2	7	8	9
归属母公司净利润	1031	831	919	1016
EPS(元)	0.74	0.60	0.66	0.73

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	-1.3%	-10.4%	7.9%	8.1%
营业利润增长率	-10.8%	-19.4%	10.6%	10.6%
归母净利润增长率	-10.6%	-19.4%	10.6%	10.6%
盈利能力				
毛利率	37.6%	34.0%	34.3%	34.1%
归母净利率	20.6%	18.5%	19.0%	19.4%
ROE	13.4%	10.1%	10.3%	10.6%
偿债能力				
资产负债率	19.8%	17.7%	16.5%	15.5%
流动比率	4.33	4.92	5.28	5.63
速动比率	3.54	4.08	4.38	4.66
营运能力				
资产周转率	51.4%	43.5%	44.6%	45.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.74	0.60	0.66	0.73
每股经营现金	0.86	0.76	0.80	0.86
估值比率(倍)				
PE	28.7	35.6	32.2	29.1
PB	3.8	3.6	3.3	3.1

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