



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年05月11日

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 05月08日收盘价（元） | 29.25 |
| 总市值（亿元） | 158.68 |
| 总股本（亿股） | 5.42 |

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】新雷能：电源技术积淀深厚，发力数据中心电源战略方向-2025.12.13
- 【兴证军工】新雷能：单三季度实现盈利，发力数据中心电源战略方向-2025.11.03
- 【兴证军工】新雷能 2024 年报及 2025 一季报点评：25Q1 营收同比增长，数据中心电源取得成果-2025.05.18

分析师：石康

S1220517040001
shikang@xyzq.com.cn

分析师：李博彦

S0190519080005
liboyan@xyzq.com.cn

分析师：徐东晓

S0190524070009
xudongxiao@xyzq.com.cn

新雷能(300593.SZ)

2025 年报及 2026 一季报点评：营收显著增长，数据中心电源开拓国内外客户

投资要点：

- **2025 年营收显著增长，净利润减亏。**2025 年实现营收 11.88 亿元，同比增长 28.91%；实现归母净利润-1.95 亿元，同比 2024 年的-5.01 亿元减亏 3.05 亿元；扣非后归母净利润-2.13 亿元，同比 2024 年的-5.20 亿元减亏 3.07 亿元。2026Q1 公司实现营业收入 3.24 亿元，同比增长 38.77%，归母净利润-0.43 亿元，同比减少亏损 66.96 万元，扣非后归母净利润-0.45 亿元，同比减少亏损 33.67 万元。
- 分产品看，2025 年电源产品收入增长，毛利率降低。2025 年，公司电源类产品实现营业收入 10.65 亿元，同比增长 28.21%，占营业收入的 89.67%，毛利率为 36.14%，同比减少 2.38pct。
- **数据中心电源产品助力国际客户交付。**商业航天领域，公司积极拓展商业火箭和低轨卫星领域的客户；在新一代航发系统用高功率密度电机系统及二次电源市场领域，形成电机、电驱和电源的系统化解决方案。在数据中心模块电源领域，深度协同国际知名大客户开展市场开拓；成功助力客户在全球大规模数据中心项目中实现快速交付与能效优化；面向国内数据中心市场，已顺利完成多家重点企业审厂认证。
- **2025 年及 2026Q1 毛利率同比减少，归母净利率同比增加。**2025 年，公司毛利率为 38.45%，同比减少 1.59pct；归母净利率为-16.45%，同比增加 37.88pct。加权平均净资产收益率-8.21%，同比增加 10.13pct。
- 母公司 2025 年实现营收 11.88 亿元，同比增长 28.91%；净利润-1.95 亿元，较 2024 年减亏 3.05 亿元。子公司深圳雷能实现营业收入 2.85 亿元，同比增长 7.08%，净利润为-5668.34 万元，较 2024 增亏 1405.75 万元。子公司永力科技实现营业收入 2.60 亿元，同比增长 38.51%，净利润为 306.90 万元，较 2024 年实现扭亏为盈。
- **深圳产能建设有序推进。**公司位于深圳的通信及数据中心电源研发制造基地合并优化了原来三个生产基地的设备和产线，共 7 条 SMT 生产线，2 条全自动化生产线和 9 条组装线。
- 我们依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 0.84/2.97/5.77 亿元，EPS 分别为 0.16/0.55/1.06 元，对应 5 月 8 日收盘价 PE 为 188.1/53.4/27.5 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：行业产品价格波动，新品研制进度不及预期，民品市场增长不及预期。

主要财务指标

| 会计年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-------|-------|--------|-------|
| 营业总收入（百万元） | 1188 | 1715 | 3252 | 4217 |
| 同比增长 | 28.9% | 44.4% | 89.5% | 29.7% |
| 归母净利润（百万元） | -195 | 84 | 297 | 577 |
| 同比增长 | — | — | 252.4% | 94.0% |
| 毛利率 | 38.4% | 37.5% | 34.8% | 35.6% |
| ROE | -8.5% | 3.5% | 11.5% | 19.3% |
| 每股收益（元） | -0.36 | 0.16 | 0.55 | 1.06 |
| 市盈率 | — | 188.1 | 53.4 | 27.5 |

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

- 2025 年实现营收 11.88 亿元，同比增长 28.91%；实现归母净利润-1.95 亿元，同比 2024 年的-5.01 亿元减亏 3.05 亿元；扣非后归母净利润-2.13 亿元，同比 2024 年的-5.20 亿元减亏 3.07 亿元。
- 2026Q1 公司实现营业收入 3.24 亿元，同比增长 38.77%，归母净利润-0.43 亿元，同比减少亏损 66.96 万元，扣非后归母净利润-0.45 亿元，同比减少亏损 33.67 万元。
- 公司 2025 年度拟不进行利润分配。

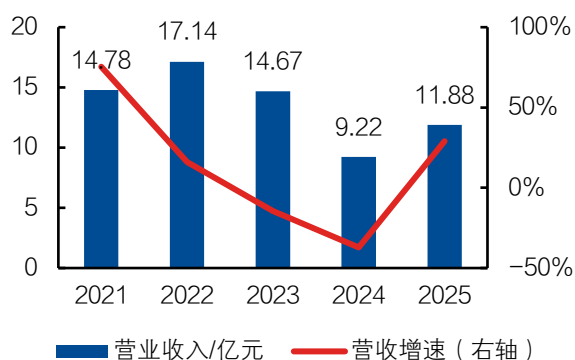
点评

2025 年营收显著增长，净利润减亏

2025 年实现营收 11.88 亿元，同比增长 28.91%；实现归母净利润-1.95 亿元，同比 2024 年的-5.01 亿元减亏 3.05 亿元；扣非后归母净利润-2.13 亿元，同比 2024 年的-5.20 亿元减亏 3.07 亿元。

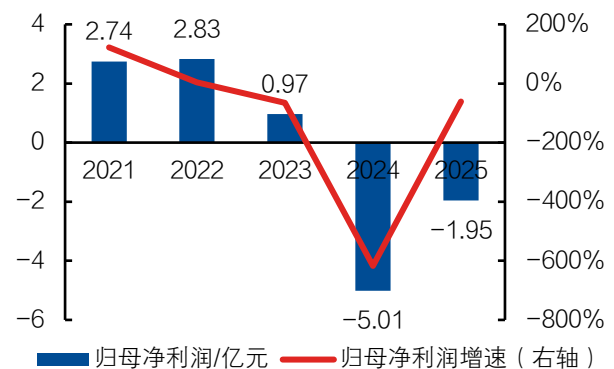
公司 2025 年业绩亏损原因为：1) 受航空航天行业周期影响,航空航天行业客户需求增加导致收入增长，同时公司围绕既定战略积极拓展数据中心、低轨卫星、电机电驱等新兴领域，稳步推进市场，公司新业务收入有所增加，但公司的整体收入规模与目前的投入比较还未形成明显的规模效益；2) 公司 2025 年计提资产减值准备 5300.31 万元，较上年度减少 2.29 亿元；公司加强应收账款管理，回款情况有所改善，部分长账龄应收账款实现回款，对应冲回已计提的信用减值损失；3) 2025 年管理费用、研发费用和财务费用合计增加 4408.79 万元。

图1、2021-2025 年营收（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2、2021-2025 年归母净利润（亿元）及增速



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2026Q1 公司实现营业收入 3.24 亿元，同比增长 38.77%，归母净利润-0.43 亿元，同比减少亏损 66.96 万元，扣非后归母净利润-0.45 亿元，同比减少亏损 33.67 万元。

分季度看，公司 2025 年四个季度分别实现营收 2.33 亿元(同比+16.75%，下同)、3.19 亿元(+10.29%)、3.77 亿元(+94.87%)、2.60 亿元(+8.27%)；公司 2025 年四个季度分别实现归母净利润-0.44 亿元(同比-0.05 亿元，下同)、-0.51 亿元(-0.22 亿元)、0.05 亿元(+0.75 亿元)、-1.06 亿元(+2.58 亿元)。

表1、近年分季度营收和归母净利润情况(亿元)

| 年份 | 报告类型 | 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 |
|------|------|---------|---------|----------|------------|-----------|
| 2021 | Q1 | 49.83 | 2.83 | 19.15% | 0.51 | 18.70% |
| | Q2 | 51.20 | 3.39 | 22.94% | 0.68 | 24.99% |
| | Q3 | 48.23 | 3.86 | 26.12% | 0.75 | 27.44% |
| | Q4 | 42.12 | 4.70 | 31.79% | 0.79 | 28.87% |
| 2022 | Q1 | 45.03 | 4.71 | 27.49% | 0.87 | 30.72% |
| | Q2 | 53.13 | 4.15 | 24.21% | 0.98 | 34.78% |
| | Q3 | 51.60 | 4.50 | 26.28% | 1.00 | 35.48% |
| | Q4 | 40.87 | 3.77 | 22.01% | -0.03 | -0.98% |
| 2023 | Q1 | 49.19 | 4.97 | 33.92% | 1.14 | 117.50% |
| | Q2 | 51.19 | 3.90 | 26.58% | 0.77 | 79.17% |
| | Q3 | 41.12 | 2.06 | 14.06% | -0.32 | -33.44% |
| | Q4 | 36.89 | 3.73 | 25.44% | -0.61 | -63.24% |
| 2024 | Q1 | 39.18 | 2.00 | 21.67% | -0.39 | 7.70% |
| | Q2 | 45.43 | 2.89 | 31.34% | -0.29 | 5.89% |
| | Q3 | 40.14 | 1.93 | 20.98% | -0.70 | 13.89% |
| | Q4 | 34.17 | 2.40 | 26.01% | -3.63 | 72.52% |
| 2025 | Q1 | 43.66 | 2.33 | 19.63% | -0.44 | 22.38% |
| | Q2 | 35.75 | 3.19 | 26.82% | -0.51 | 26.30% |
| | Q3 | 41.42 | 3.77 | 31.71% | 0.05 | -2.70% |
| | Q4 | 32.74 | 2.60 | 21.84% | -1.06 | 54.03% |
| 2026 | Q1 | 37.18 | 3.24 | | -0.43 | |

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

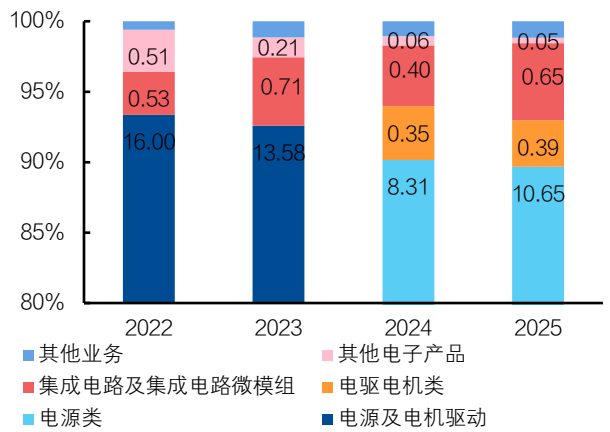
电源产品收入增长毛利率降低，集成电路及微走收入显著增长

分产品看，2025 年：

- 2025 年，公司电源类产品实现营业收入 10.65 亿元，同比增长 28.21%，占营业收入的 89.67%，毛利率为 36.14%，同比减少 2.38pct；
- 集成电路及集成电路微模组实现营业收入 0.65 亿元，同比增长 63.30%；
- 电驱电机类产品实现营业收入 0.39 亿元，同比增长 11.92%。

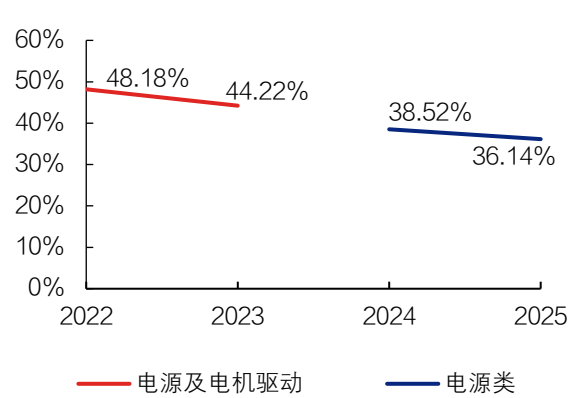
（注：2025 年产品分类口径调整，2024 年数据已相应重述。）

图3、2022-2025 年公司分产品营收（亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2022-2025 年公司主要产品毛利率



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

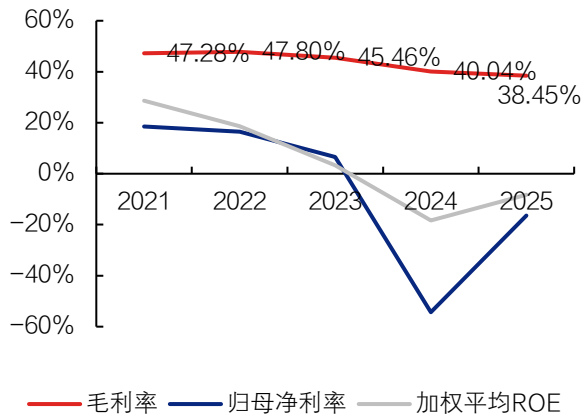
积极开拓新市场

- 1) 航发领域：公司依托电机驱动芯片、高转速电机系统、起动电机等优势产品，在多个航发领域实现零的突破，并取得小批量订单；
- 2) 商业航天领域：公司积极拓展商业火箭和低轨卫星领域的客户，取得较好的进展；在新一代航发系统用高功率密度电机系统及二次电源市场领域，结合公司电机、电驱和电源的综合系统优势，得到航发领域内多家技术领先型客户的信赖，形成电机、电驱和电源的系统化解决方案；
- 3) 数据中心模块电源领域：公司凭借深厚的技术积淀与快速响应的研发体系，深度协同国际知名大客户开展市场开拓；同时依托客户全球市场资源，联合开展前瞻性市场布局，成功助力客户在全球大规模数据中心项目中实现快速交付与能效优化；面向国内数据中心市场，公司在数据中心 IDC 行业市场实现重要突破，已顺利完成多家重点企业审厂认证。

2025 年及 2026Q1 毛利率同比减少，归母净利率同比增加

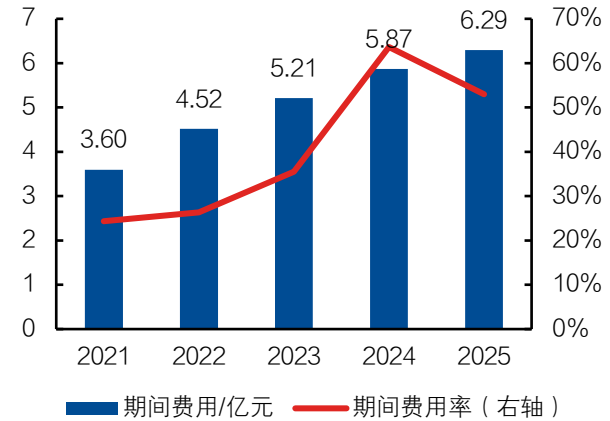
2025 年，公司毛利率为 38.45%，同比减少 1.59pct；归母净利率为-16.45%，同比增加 37.88pct。加权平均净资产收益率-8.21%，同比增加 10.13pct。

图5、2021-2025 年公司毛利率、归母净利率及加权 ROE



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2021-2025 年公司期间费用（亿元）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 年期间费用率同比减少

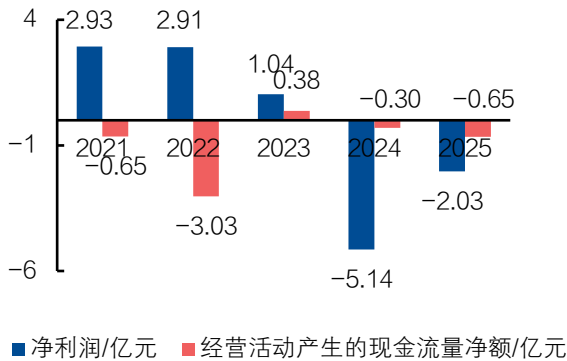
2025 年，公司期间费用总额 6.29 亿元，同比增长 7.28%，期间费用占营收比重 52.96%，同比减少 10.68pct；其中，销售费用 5632.24 万元，同比减少 2.42%，占营业收入的 4.74%，同比减少 1.52pct；管理费用 1.34 亿元，同比增长 9.07%，占营业收入的 11.30%，同比减少 2.06pct；财务费用 3620.31 万元，同比增长 134.02%，占营业收入的 3.05%，同比增加 1.37pct；研发费用 4.02 亿元，同比增长 3.12%，占营业收入的 33.86%，同比减少 8.47pct。

2025 年经营活动现金流量同比减少

2025 年，公司经营活动现金流量净额-0.65 亿元，同比 2024 年的-0.30 亿元减少 0.35 亿元；投资活动现金流量净额-0.91 亿元，同比 2024 年的-2.60 亿元增加 1.69 亿元；筹资活动现金流量净额 1.69 亿元，同比增长 47.20%。

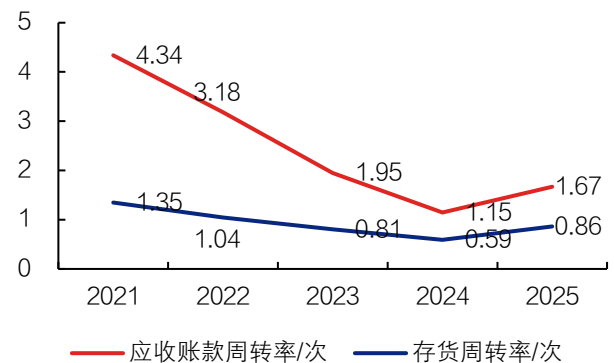
2026Q1，公司经营活动产生的现金流量金额为-0.16 亿元，同比增加 0.40 亿元。

图7、2021-2025 年净利润及经营活动产生的现金流量净额（亿元）



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（次）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

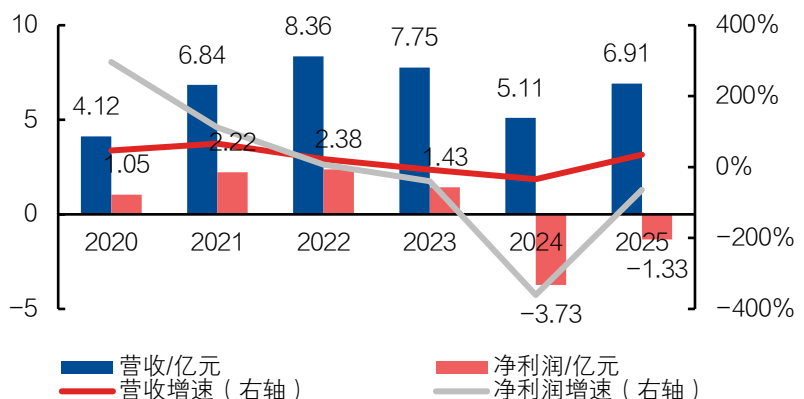
应收账款同比减少

截至 2025 年末，公司应收账款 6.44 亿元，同比减少 17.40%，应收账款周转率 1.67 次，同比增加 0.52 次；应收票据 3.51 亿元，同比增长 41.48%。存货发出商品同比大幅增长。截至 2025 年末，公司存货 8.39 亿元，同比减少 2.41%，存货周转率 0.86 次，同比增加 0.27 次。

子公司永力科技扭亏为盈

2025 年母公司实现营收 11.88 亿元，同比增长 28.91%；净利润-1.95 亿元，同比 2024 年的-5.01 亿元减亏 3.05 亿元。

图9、2020-2025 年母公司营业收入、净利润及增速

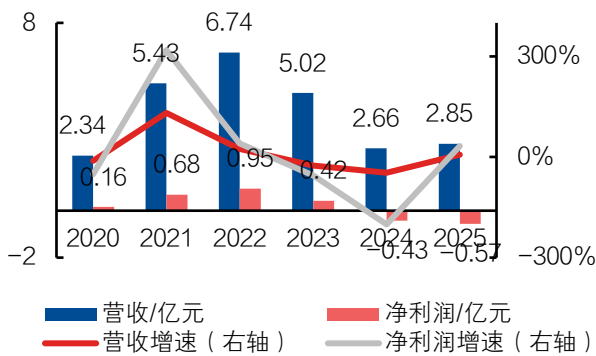


数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

分公司看，2025 年，：

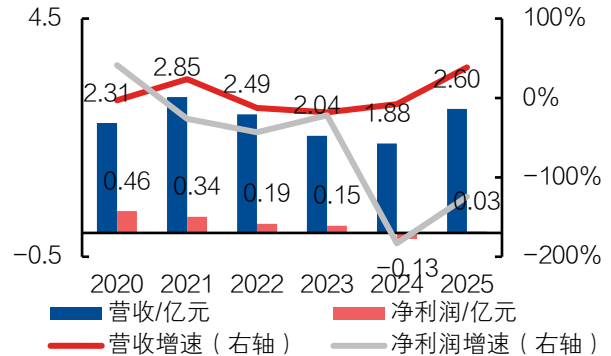
- 深圳雷能实现营业收入 2.85 亿元，同比增长 7.08%，净利润为-5668.34 万元，同比 2024 年的-4262.60 万元增亏 1405.75 万元；
- 永力科技实现营业收入 2.60 亿元，同比增长 38.51%，净利润为 306.90 万元，同比 2024 年的-1256.51 万元扭亏为盈。

图10、2020-2025 年深圳雷能营业收入、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

图11、2020-2025 年武汉永力营业收入、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

产能建设有序推进

公司位于深圳的通信及数据中心电源研发制造基地于 2025 年 10 月投入使用，工厂总面积 22000 m²，该基地合并并优化了原来三个生产基地的设备和产线，共 7 条 SMT 生产线，2 条全自动化生产线和 9 条组装线；公司位于西安的电机驱动及电源研发制造基地于 2025 年 7 月投入使用，工厂总面积 15000 m²。目前，该基地设有 2 条生产线，1 条筛选线，具备全流程自动加工、检验及筛选能力。

盈利预测与投资建议

我们依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 0.84/2.97/5.77 亿元，EPS 分别为 0.16/0.55/1.06 元，对应 5 月 8 日收盘价 PE 为 188.1/53.4/27.5 倍，维持“增持”评级。

风险提示

行业产品价格波动，新品研制进度不及预期，民品市场增长不及预期。

附表
资产负债表

单位：百万元

| 会计年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 2634 | 2575 | 2950 | 3611 |
| 货币资金 | 654 | 422 | 398 | 562 |
| 交易性金融资产 | 0 | 5 | 13 | 14 |
| 应收票据及应收账款 | 995 | 1092 | 1483 | 1627 |
| 预付款项 | 10 | 16 | 32 | 41 |
| 存货 | 839 | 887 | 812 | 1116 |
| 其他 | 135 | 152 | 212 | 251 |
| 非流动资产 | 1611 | 1786 | 2041 | 2358 |
| 长期股权投资 | 10 | 9 | 9 | 9 |
| 固定资产 | 843 | 1081 | 1320 | 1537 |
| 在建工程 | 445 | 389 | 406 | 508 |
| 无形资产 | 130 | 128 | 126 | 123 |
| 商誉 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 其他 | 182 | 177 | 178 | 178 |
| 资产总计 | 4245 | 4361 | 4991 | 5968 |
| 流动负债 | 1083 | 1170 | 1680 | 2224 |
| 短期借款 | 170 | 239 | 259 | 259 |
| 应付票据及应付账款 | 311 | 506 | 971 | 1488 |
| 其他 | 602 | 425 | 450 | 477 |
| 非流动负债 | 688 | 638 | 538 | 555 |
| 长期借款 | 643 | 543 | 443 | 459 |
| 其他 | 46 | 96 | 96 | 96 |
| 负债合计 | 1771 | 1808 | 2219 | 2779 |
| 股本 | 542 | 542 | 542 | 542 |
| 未分配利润 | 137 | 184 | 347 | 664 |
| 少数股东权益 | 168 | 172 | 184 | 197 |
| 股东权益合计 | 2473 | 2553 | 2773 | 3189 |
| 负债及权益合计 | 4245 | 4361 | 4991 | 5968 |

现金流量表

单位：百万元

| 会计年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| 归母净利润 | -195 | 84 | 297 | 577 |
| 折旧和摊销 | 110 | 121 | 147 | 162 |
| 营运资金的变动 | -47 | -18 | 89 | 39 |
| 经营活动产生现金流量 | -65 | 218 | 568 | 817 |
| 资本支出 | -456 | -299 | -398 | -475 |
| 长期投资 | 346 | 3 | -1 | 0 |
| 投资活动产生现金流量 | -91 | -288 | -394 | -470 |
| 债权融资 | 218 | -122 | -80 | 17 |
| 股权融资 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动产生现金流量 | 169 | -162 | -198 | -183 |
| 现金净变动 | 11 | -232 | -24 | 164 |

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 | 1188 | 1715 | 3252 | 4217 |
| 营业成本 | 731 | 1072 | 2119 | 2716 |
| 税金及附加 | 10 | 15 | 29 | 34 |
| 销售费用 | 56 | 72 | 137 | 177 |
| 管理费用 | 134 | 137 | 293 | 337 |
| 研发费用 | 402 | 326 | 332 | 302 |
| 财务费用 | 36 | 18 | 20 | 19 |
| 投资收益 | 3 | 5 | 5 | 5 |
| 公允价值变动收益 | 5 | 5 | 7 | 1 |
| 信用减值损失 | 6 | -4 | -3 | -6 |
| 资产减值损失 | -53 | -6 | -6 | -3 |
| 营业利润 | -202 | 94 | 336 | 640 |
| 营业外收支 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | -206 | 94 | 336 | 641 |
| 所得税 | -2 | 6 | 27 | 51 |
| 净利润 | -203 | 88 | 309 | 589 |
| 少数股东损益 | -8 | 4 | 12 | 13 |
| 归属母公司净利润 | -195 | 84 | 297 | 577 |
| EPS(元) | -0.36 | 0.16 | 0.55 | 1.06 |

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 | 28.9% | 44.4% | 89.5% | 29.7% |
| 营业利润增长率 | — | — | 257.9% | 90.3% |
| 归母净利润增长率 | — | — | 252.4% | 94.0% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 38.4% | 37.5% | 34.8% | 35.6% |
| 归母净利率 | -16.4% | 4.9% | 9.1% | 13.7% |
| ROE | -8.5% | 3.5% | 11.5% | 19.3% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 41.7% | 41.5% | 44.4% | 46.6% |
| 流动比率 | 2.43 | 2.20 | 1.76 | 1.62 |
| 速动比率 | 1.56 | 1.35 | 1.20 | 1.06 |
| 营运能力 | | | | |
| 资产周转率 | 27.9% | 39.9% | 69.5% | 77.0% |
| 每股资料(元) | | | | |
| 每股收益 | -0.36 | 0.16 | 0.55 | 1.06 |
| 每股经营现金 | -0.12 | 0.40 | 1.05 | 1.51 |
| 估值比率(倍) | | | | |
| PE | — | 188.1 | 53.4 | 27.5 |
| PB | 6.9 | 6.7 | 6.1 | 5.3 |

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 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 |