



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年05月22日

基础数据

05月20日收盘价(元)	62.70
总市值(亿元)	407.34
总股本(亿股)	6.50

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】西部超导 2025 年半年报点评: 三主业齐头并进, 利润率显著恢复-2025.09.17

【兴证军工】西部超导: 2024 年营收业绩稳步增长, 2025Q1 增速显著提升-2025.06.03

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

西部超导(688122.SH)

高温合金收入高增, 成立合肥聚能聚焦核聚变

投资要点:

- 公司发布 2025 年报: 全年实现营收 52.26 亿元, 同比增长 13.29%; 归母净利润 8.39 亿元, 同比增长 4.81%; 扣非后归母净利润 6.83 亿元, 同比减少 4.16%; 基本每股收益 1.29 元, 同比增长 4.81%; 加权平均净资产收益率 12.16%, 同比减少 0.06pct。
- 公司发布 2026 年一季报: 实现营收 10.80 亿元, 同比增长 0.62%; 归母净利润 0.44 亿元, 同比减少 74.21%; 扣非后归母净利润 0.47 亿元, 同比减少 66.92%; 基本每股收益 0.07 元, 同比减少 73.08%。
- 高端钛合金收入稳健增长, 毛利率提升。2025 年, 公司高端钛合金产品实现营收 27.93 亿元, 同比增长 1.48%, 毛利率为 39.95%, 同比增加 1.28pct。2025 年公司高端钛合金产量、销量分别为 8507.44 吨、8070.31 吨, 分别同比增长 4.59%、2.03%。
- 超导产品持续增长, 成立合肥聚能聚焦核聚变。2025 年, 公司超导产品实现营收 15.99 亿元, 同比增长 22.70%, 毛利率为 28.27%, 同比减少 1.95pct。公司联合应用单位成立合肥聚能, 建设我国聚变工程专用高性能超导线材研发和产业化平台, 形成包括高性能 Nb<sub>3</sub>Sn 低温超导线材、Bi2212 高温超导线材等产品体系; 由公司控股子公司西安聚能超导线材科技有限公司设立全资子公司北爱尔兰超导技术有限公司, 预计 2026 年底达产。
- 高性能高温合金产品收入与产销高增, 毛利率提升。2025 年, 公司高性能高温合金实现营收 5.71 亿元, 同比增长 74.65%, 毛利率为 23.64%, 同比增加 1.39pct。2025 年公司高性能高温合金产量、销量分别为 2599.96 吨、2317.23 吨, 分别同比增长 105.65%、93.35%。
- 期间费用率同比增加。2025 年, 公司期间费用总额 7.45 亿元, 同比增长 22.05%, 占营收比重 14.25%, 同比增加 1.02pct。
- 存货规模持续增长, 在产品增幅显著。截至 2025 年末, 公司存货 44.77 亿元, 同比增长 15.99%。其中, 在产品 12.02 亿元, 同比增长 47.67%。
- 合同负债大幅增长。截至 2025 年末, 公司合同负债 2.56 亿元, 同比增长 79.63%, 主要是公司收到超导产品预收款所致。
- 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 8.43/9.79/11.26 亿元, EPS 分别为 1.30/1.51/1.73 元, 对应 5 月 20 日收盘价 PE 为 48.3/41.6/36.2 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 产品降价幅度超出预期; 下游需求不及预期; 原材料价格大幅波动。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	5226	5467	6301	7321
同比增长	13.3%	4.6%	15.3%	16.2%
归母净利润(百万元)	839	843	979	1126
同比增长	4.8%	0.5%	16.1%	15.0%
毛利率	34.5%	33.0%	32.0%	30.9%
ROE	11.8%	10.9%	11.7%	12.3%
每股收益(元)	1.29	1.30	1.51	1.73
市盈率	48.5	48.3	41.6	36.2

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：**全年实现营收 52.26 亿元，同比增长 13.29%；归母净利润 8.39 亿元，同比增长 4.81%；扣非后归母净利润 6.83 亿元，同比减少 4.16%；基本每股收益 1.29 元，同比增长 4.81%；加权平均净资产收益率 12.16%，同比减少 0.06pct。
- **公司发布 2026 年一季报：**实现营收 10.80 亿元，同比增长 0.62%；归母净利润 0.44 亿元，同比减少 74.21%；扣非后归母净利润 0.47 亿元，同比减少 66.92%；基本每股收益 0.07 元，同比减少 73.08%。
- **2025 年利润分配方案：**公司拟以 6.50 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 4 元（含税），合计拟派发现金红利 2.60 亿元（含税），占归母净利润比例为 39.96%。

## 点评

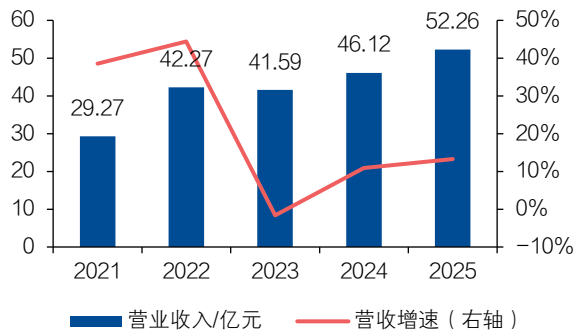
- **2025 年营收业绩稳步增长**

公司 2025 年全年实现营收 52.26 亿元，同比增长 13.29%；归母净利润 8.39 亿元，同比增长 4.81%；扣非后归母净利润 6.83 亿元，同比减少 4.16%。2025 年，公司资产减值损失为-1.94 亿元，2024 年为-0.39 亿元，主要是由于公司依会计政策计提的存货跌价损失增加所致。

分季度看，公司 2025 年四个季度分别实现营收 10.74 亿元（同比+35.31%，下同）、16.49 亿元（+34.40%）、12.66 亿元（+4.23%）、12.37 亿元（-10.20%）；公司 2025 年四个季度分别实现归母净利润 1.70 亿元（+53.85%）、3.76 亿元（+58.05%）、1.04 亿元（-59.44%）、1.90 亿元（-3.81%）。

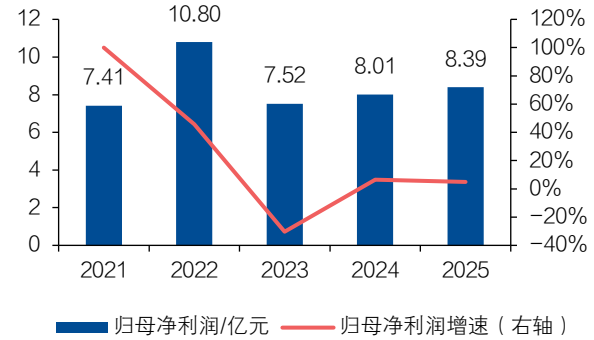
2026Q1 公司实现营收 10.80 亿元，同比增长 0.62%；归母净利润 0.44 亿元，同比减少 74.21%；扣非后归母净利润 0.47 亿元，同比减少 66.92%。公司业绩下滑主要系公司产品结构调整、销售价格下降，且计入当期损益的政府补助同比减少所致。

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	36.49	9.22	22.18%	2.08	27.68%
	Q2	32.29	11.90	28.60%	2.13	28.29%
	Q3	33.20	9.76	23.47%	1.61	21.46%
	Q4	31.87	10.71	25.75%	1.70	22.57%
2024	Q1	28.46	7.94	17.20%	1.10	13.80%
	Q2	32.03	12.27	26.60%	2.38	29.72%
	Q3	33.98	12.15	26.33%	2.55	31.86%
	Q4	33.55	13.77	29.86%	1.97	24.62%
2025	Q1	35.29	10.74	20.55%	1.70	20.26%
	Q2	38.70	16.49	31.56%	3.76	44.82%
	Q3	37.94	12.66	24.23%	1.04	12.33%
	Q4	34.51	12.37	23.67%	1.90	22.59%
2026	Q1	25.59	10.80	-	0.44	-

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

● 高端钛合金收入稳健增长，高温合金产品收入高增

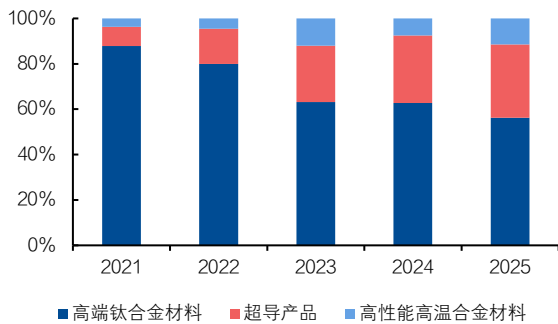
高端钛合金收入稳健增长，毛利率提升。2025 年，公司高端钛合金产品实现营收 27.93 亿元，同比增长 1.48%，毛利率为 39.95%，同比增加 1.28pct。2025 年公司高端钛合金产量、销量分别为 8507.44 吨、8070.31 吨，分别同比增长 4.59%、2.03%。高端钛合金出货量保持较好水平，面向新应用领域的钛合金材料和制备技术研发不断取得突破；自主设计建设的钛合金返回料智能处理线已投产，钛合金电子束熔炼炉预计 2026 年上半年可投产。

超导产品持续增长，毛利率下降。2025 年，公司超导产品实现营收 15.99 亿元，同比增长 22.70%，毛利率为 28.27%，同比减少 1.95pct。2025 年公司超导产品

(不包含磁体)产量、销量分别为 2925.43 吨、2909.32 吨,分别同比增长 0.92%、24.13%。公司联合应用单位成立合肥聚能,建设我国聚变工程专用高性能超导线材研发和产业化平台,形成包括高性能 Nb<sub>3</sub>Sn 低温超导线材、Bi2212 高温超导线材等产品体系;由公司控股子公司西安聚能超导线材科技有限公司设立全资子公司北爱尔兰超导技术有限公司,预计 2026 年底达产。

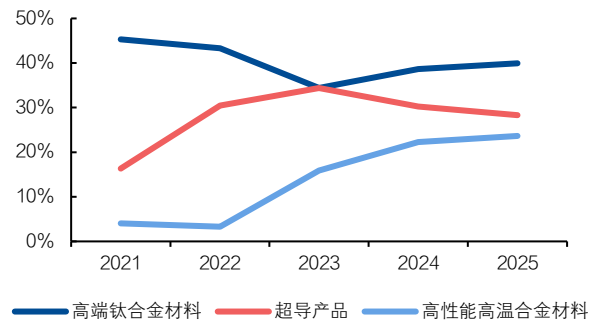
**高性能高温合金产品收入与产销高增,毛利率提升。**2025 年,公司高性能高温合金实现营收 5.71 亿元,同比增长 74.65%,毛利率为 23.64%,同比增加 1.39pct。2025 年公司高性能高温合金产量、销量分别为 2599.96 吨、2317.23 吨,分别同比增长 105.65%、93.35%。2025 年,子公司聚能高合实现营业收入 6.46 亿元,同比增长 82.41%,净利润为 0.82 亿元,同比增长 1619%,净利率为 12.70%,同比增加 11.35pct。公司高温合金产品通过航空发动机、航天型号等多用户产品认证,产能和出货量增长迅速;突破高温合金返回料处理技术,自主设计建成高温合金返回料处理线并投产;突破了航空结构件和紧固件用某高强钢多牌号高温合金各规格棒材稳定性控制技术,强塑性匹配良好、实现供货;超超临界燃煤发电站用高温合金已经基本完成应用考核评价;突破燃机用超大规格棒材制备技术,实现燃机方向供货。

图3、2021-2025 年分产品营收 (亿元)



数据来源:公司公告,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



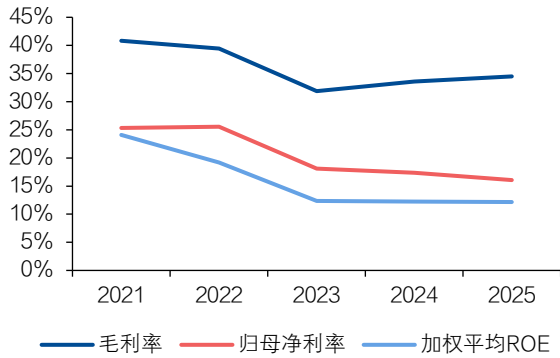
数据来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

● 2025 年毛利率同比增加,归母净利率减少

2025 年,公司毛利率为 34.51%,同比增加 0.95pct;归母净利率为 16.06%,同比减少 1.30pct。分季度看,公司 2025 年四个季度毛利率分别为 35.29% (+6.83pct)、40.93% (+6.58pct)、36.31% (-0.90pct)、23.42% (-9.14pct);归母净利率分别为 15.83% (+1.91pct)、22.81% (+3.41pct)、8.17% (-12.83pct)、15.33% (+1.02pct)。

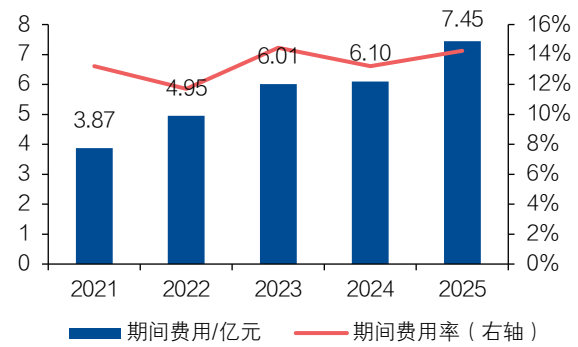
2026Q1，公司毛利率为 25.59%，同比减少 9.69pct；归母净利率为 4.06%，同比减少 11.77pct。

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

#### ● 2025 年期间费用率同比增加

2025 年，公司期间费用总额 7.45 亿元，同比增长 22.05%，占营收比重 14.25%，同比增加 1.02pct。其中，销售费用 0.39 亿元，同比增长 41.06%，主要是由于公司销售人员薪酬、办公费以及营销费增加所致，占营业收入的 0.75%，同比增加 0.14pct；管理费用 2.55 亿元，同比增长 31.12%，主要是由于公司职工薪酬与日常经营费用较同期增加所致，占营业收入的 4.89%，同比增加 0.67pct；财务费用 0.52 亿元，同比增长 42.90%，主要是由于公司利息收入减少与汇兑损失增加所致，占营业收入的 1.00%，同比增加 0.21pct；研发费用 3.98 亿元，同比增长 13.34%，占营业收入的 7.61%，同比持平。

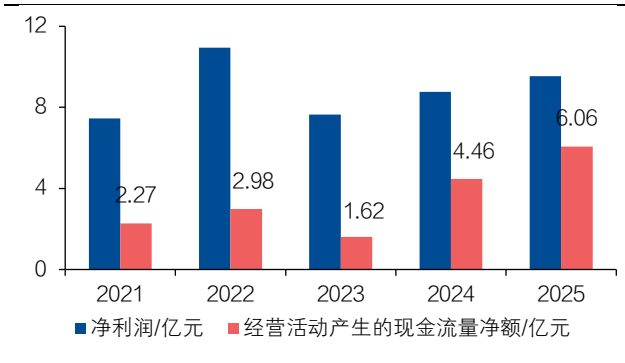
2026Q1，公司期间费用合计 1.33 亿元，同比增长 3.67%，占营业收入的比重为 12.27%，同比增加 0.36pct。

#### ● 2025 年经营性现金流同比增加

2025 年，公司经营活动产生的现金流净额 6.06 亿元，同比增长 35.73%，主要是由于报告期公司销售回款较同期增加所致；投资活动现金流量净额-2.44 亿元，2024 年同期为-0.20 亿元；筹资活动现金流量净额 1.27 亿元，2024 年同期为-4.37 亿元。

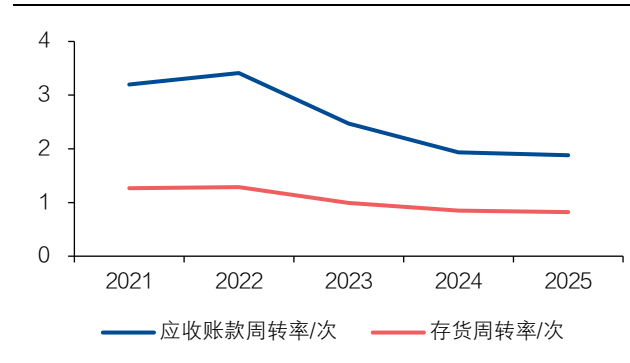
2026Q1，公司经营活动产生的现金流量净额-3.10 亿元，2025Q1 为 264.50 万元，同比减少 11829.36%，主要系公司销售回款减少，且经营采购支付的现金较同期增加所致；投资活动产生的现金流量净额-3.65 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-0.88 亿元。

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

● 存货在产品增幅显著，合同负债同比大幅增长

截至 2025 年末，公司存货 44.77 亿元，同比增长 15.99%。其中，原材料账面价值 4.43 亿元，同比减少 23.14%；在产品 12.02 亿元，同比增长 47.67%；自制半成品 7.65 亿元，同比增长 38.35%；库存商品 15.48 亿元，同比增长 2.75%；发出商品 5.18 亿元，同比增长 26.67%。

截至 2025 年末，公司应收账款 28.48 亿元，同比增长 5.07%；应收票据 14.09 亿元，同比减少 5.24%。

截至 2025 年末，公司合同负债 2.56 亿元，同比增长 79.63%，主要是由于公司收到超导产品预收款所致。

● 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 8.43/9.79/11.26 亿元，EPS 分别为 1.30/1.51/1.73 元，对应 5 月 20 日收盘价 PE 为 48.3/41.6/36.2 倍，维持“增持”评级。

- 风险提示

产品降价幅度超出预期；下游需求不及预期；原材料价格大幅波动。

**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>	<b>11752</b>	<b>12064</b>	<b>13320</b>	<b>14934</b>
货币资金	2041	2096	1974	1867
交易性金融资产	816	776	736	696
应收票据及应收账款	4257	4399	5058	5873
预付款项	22	22	26	30
存货	4477	4631	5379	6310
其他	139	139	147	157
<b>非流动资产</b>	<b>3336</b>	<b>3500</b>	<b>3614</b>	<b>3699</b>
长期股权投资	200	200	200	200
固定资产	2302	2433	2533	2526
在建工程	235	261	283	383
无形资产	317	311	303	295
商誉	0	0	0	0
其他	282	295	295	295
<b>资产总计</b>	<b>15088</b>	<b>15564</b>	<b>16934</b>	<b>18633</b>
<b>流动负债</b>	<b>5611</b>	<b>5407</b>	<b>6017</b>	<b>6805</b>
短期借款	1349	1449	1549	1649
应付票据及应付账款	2888	2799	3216	3792
其他	1374	1159	1252	1364
<b>非流动负债</b>	<b>1651</b>	<b>1599</b>	<b>1499</b>	<b>1399</b>
长期借款	1092	992	892	792
其他	559	606	606	606
<b>负债合计</b>	<b>7262</b>	<b>7006</b>	<b>7516</b>	<b>8204</b>
股本	650	650	650	650
未分配利润	2451	2904	3431	4037
少数股东权益	698	847	1035	1270
<b>股东权益合计</b>	<b>7826</b>	<b>8558</b>	<b>9419</b>	<b>10429</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>15088</b>	<b>15564</b>	<b>16934</b>	<b>18633</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	839	843	979	1126
折旧和摊销	206	260	296	325
营运资金的变动	-692	-437	-974	-1132
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>606</b>	<b>926</b>	<b>608</b>	<b>669</b>
资本支出	-315	-410	-410	-410
长期投资	52	40	40	40
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-244</b>	<b>-359</b>	<b>-359</b>	<b>-359</b>
债权融资	659	-235	0	0
股权融资	36	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>127</b>	<b>-510</b>	<b>-369</b>	<b>-414</b>
现金净变动	488	55	-122	-107

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	<b>5226</b>	<b>5467</b>	<b>6301</b>	<b>7321</b>
营业成本	3422	3664	4288	5056
税金及附加	44	46	50	59
销售费用	39	42	43	45
管理费用	255	268	282	307
研发费用	398	418	439	476
财务费用	52	61	60	61
投资收益	10	11	11	11
公允价值变动收益	104	0	0	0
信用减值损失	-36	-20	-15	-10
资产减值损失	-194	-50	-50	-50
<b>营业利润</b>	<b>1043</b>	<b>1085</b>	<b>1275</b>	<b>1488</b>
营业外收支	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1043</b>	<b>1085</b>	<b>1275</b>	<b>1488</b>
所得税	89	92	108	126
净利润	954	993	1167	1361
少数股东损益	115	149	188	235
<b>归属母公司净利润</b>	<b>839</b>	<b>843</b>	<b>979</b>	<b>1126</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>1.29</b>	<b>1.30</b>	<b>1.51</b>	<b>1.73</b>

**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	13.3%	4.6%	15.3%	16.2%
营业利润增长率	3.7%	4.0%	17.5%	16.7%
归母净利润增长率	4.8%	0.5%	16.1%	15.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	34.5%	33.0%	32.0%	30.9%
归母净利率	16.1%	15.4%	15.5%	15.4%
ROE	11.8%	10.9%	11.7%	12.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	48.1%	45.0%	44.4%	44.0%
流动比率	2.09	2.23	2.21	2.19
速动比率	1.27	1.35	1.30	1.25
<b>营运能力</b>				
资产周转率	36.4%	35.7%	38.8%	41.2%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.29	1.30	1.51	1.73
每股经营现金	0.93	1.43	0.94	1.03
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	48.5	48.3	41.6	36.2
PB	5.7	5.3	4.9	4.4

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。

本公司为西部超导(688122)做市商。但上述持仓不曾、不会、不将对研究业务的独立性、客观性产生影响。

### 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： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>