



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026 年 04 月 19 日

基础数据

04 月 17 日收盘价（元）	50.93
总市值（亿元）	1,443.91
总股本（亿股）	28.35

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】中航沈飞：沈飞公司净利率显著提升，吉航公司收入利润大幅增长-2025.05.11

分析师：董昕瑞

S0190522120002

dongxinrui@xyzq.com.cn

分析师：石康

S1220517040001

shikang@xyzq.com.cn

分析师：李博彦

S0190519080005

liboyan@xyzq.com.cn

中航沈飞(600760.SH)

营收利润稳健提升，吉航公司同比大幅增长

投资要点：

- **公司发布 2025 年年报：**公司发布 2025 年年报，全年实现营收 446.56 亿元，同比增长 4.25%；归母净利润 35.18 亿元，同比增长 3.65%；扣非后归母净利润 34.46 亿元，同比增长 2.19%；基本每股收益 1.26 元，同比增长 2.44%；加权平均净资产收益率 18.35%，同比减少 1.85pct。分季度看，公司 2025 年四个季度分别实现营收 58.34 亿元（同比-38.55%，下同）、87.95 亿元（-27.51%）、59.78 亿元（+62.77%）、240.49 亿元（+37.11%）；公司 2025 年四个季度分别实现归母净利润 4.31 亿元（-39.87%）、7.06 亿元（-21.77%）、2.25 亿元（+12.89%）、21.56 亿元（+36.80%）。
- **航空产品收入、毛利率持续提升。**分产品看，2025 年公司航空产品实现营收 443.79 亿元，同比增长 4.30%，占营业收入的 99.38%，同比增加 0.05pct，毛利率 13.74%，同比增加 1.23pct；其他业务实现营收 2.36 亿元，同比下降 4.34%，毛利率 6.10%，同比增加 0.64pct。
- **沈飞公司稳健增长，吉航公司收入利润同比大幅增长。**2025 年，公司控股子公司沈飞公司实现营收 426.99 亿元，同比增长 3.29%；净利润 34.82 亿元，同比增长 4.37%；净利率 8.15%，同比增加 0.08pct。控股子公司吉航公司实现营收 20.24 亿元，同比增长 33.51%；净利润 5261.75 万元，同比增长 65.28%；净利率 2.60%，同比增加 0.50pct。
- **毛利率提升，期间费用率同比增加。**2025 年，公司整体毛利率为 13.70%，同比增加 1.23pct；归母净利率为 7.88%，同比减少 0.05pct。分季度看，公司 2025 年四个季度毛利率分别为 12.65%（同比+0.55pct，下同）、11.99%（-0.87pct）、10.79%（-1.42pct）、15.30%（+2.85pct）；2025 年四个季度归母净利率分别为 7.38%（-0.16pct）、8.03%（+0.59pct）、3.77%（-1.66pct）、8.97%（-0.02pct）。公司期间费用总额 21.29 亿元，同比增长 53.33%，占营收比重 4.77%，同比增加 1.53pct；其中，销售费用 1077.47 万元，同比增长 84.68%，占营业收入的 0.02%，同比增加 0.01pct；管理费用 10.73 亿元，同比增长 14.53%，占营业收入的 2.40%，同比增加 0.22pct；财务费用-0.52 亿元，同比增加 2.30 亿元；研发费用 10.97 亿元，同比增长 50.80%，占营业收入的 2.46%，同比增加 0.76pct。
- **经营活动现金流净额同比增加。**2025 年，公司经营活动产生的现金流净额-22.86 亿元，去年同期为-37.42 亿元，同比增加 14.56 亿元，主要是本年收到的销售货款增加；投资活动现金流量净额-14.86 亿元，去年同期为-14.92 亿元，同比增加 584.51 万元；筹资活动现金流量净额 35.50 亿元，去年同期为-4.47 亿元，同比增加 39.97 亿元，主要是本年收到募集资金。
- **存货同比减少，合同负债同比增长。**截至 2025 年末，公司应收账款 298.41 亿元，同比增长 55.22%；应收票据 1.47 亿元，同比下降 76.27%；应收账款周转率 1.82 次，同比减少 1.43 次。存货 113.32 亿元，同比下降 16.68%，存货周转率 3.09 次，同比增加 0.12 次。其中原材料 50.27 亿元，同比下降 8.56%，在产品 62.99 亿元，同比下降 22.24%。合同负债 44.33 亿元，较年初增长 25.64%，较三季度末减少 21.57%。其中 43.11 亿元为特定客户产品合同负债，同比增长 39.54%。
- **2026 年预计关联采购及销售金额较 2025 年增加。**2025 年公司向关联方购买原材料、燃料、动力等金额 191.58 亿元，实际发生额同比下降 17.26%，完成度为 81.09%；2026 年预计额为 192.12 亿元，较 2025 年预计额增长 0.28%，较 2025 年实际额增长 23.67%。2025 年公司向关联方销售产品、商品金额 13.37 亿元，实际发生额同比下降

45.15%，完成度为 78.62%；2026 年预计额为 17.91 亿元，较 2025 年预计额增长 5.27%，较 2025 年实际额增长 33.90%。2025 年公司接受劳务关联交易金额 48.93 亿元，实际发生额同比增长 23.64%，完成度为 81.50%；2026 年预计额为 55.87 亿元，较 2025 年预计额下降 6.96%，较 2025 年实际额增长 14.17%。2021-2025 年公司预计关联销售商品金额的实际完成率分别为 85.33%、89.20%、83.61%、89.84%、78.62%。

- 基于关联交易数据估算出的 2026 年预计营业收入较 2025 年实际营业收入增长。复盘公司 2021-2025 年向关联方销售产品、商品预计金额及提供劳务/占同类业务比重估算得出预计营业收入金额分别为 321.00、410.06、462.09、502.56、413.29 亿元；2021-2025 年估算出的预计营业收入与当年实际营业收入比值分别为 94.17%、98.58%、99.92%、117.32%、92.55%；2026 年通过预计关联交易及占同类业务比重估算得出的预计营业收入金额为 494.76 亿元，同比增长 19.71%，较 2025 年实际营业收入增长 10.79%。
- 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 29.9/34.41/40.7 亿元，EPS 分别为 1.05/1.21/1.44 元/股，对应 2026 年 4 月 17 日收盘价 PE 为 48.3/42.0/35.5 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：下游需求增长低于预期，外部配套供应不及预期，订单交付进度不及预期。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	44656	46013	48323	53136
同比增长	4.2%	3.0%	5.0%	10.0%
归母净利润（百万元）	3518	2990	3441	4070
同比增长	3.6%	-15.0%	15.1%	18.3%
毛利率	13.7%	12.0%	11.7%	11.7%
ROE	14.9%	11.7%	12.3%	13.3%
每股收益（元）	1.24	1.05	1.21	1.44
市盈率	41.0	48.3	42.0	35.5

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

- 公司发布 2025 年年报：实现营收 446.56 亿元，同比增长 4.25%；归母净利润 35.18 亿元，同比增长 3.65%；扣非后归母净利润 34.46 亿元，同比增长 2.19%；基本每股收益 1.26 元，同比增长 2.44%。
- 公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.65 元（含税）。截至 2025 年 12 月 31 日，公司总股本 28.35 亿股，以此计算合计拟派发现金红利 7.51 亿元（含税），公司 2025 年前三季度已派发现金红利 3.97 亿元（含税），本年度公司现金分红总额 11.48 亿元（含税），占本年度归属于上市公司股东净利润的 32.64%。

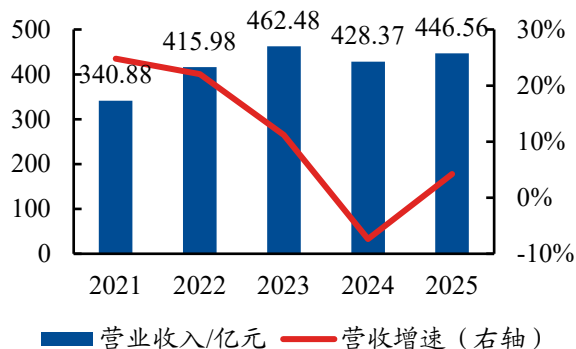
点评

● 营收利润稳步增长

公司发布 2025 年年报，全年实现营收 446.56 亿元，同比增长 4.25%；归母净利润 35.18 亿元，同比增长 3.65%；扣非后归母净利润 34.46 亿元，同比增长 2.19%；基本每股收益 1.26 元，同比增长 2.44%；加权平均净资产收益率 18.35%，同比减少 1.85pct。

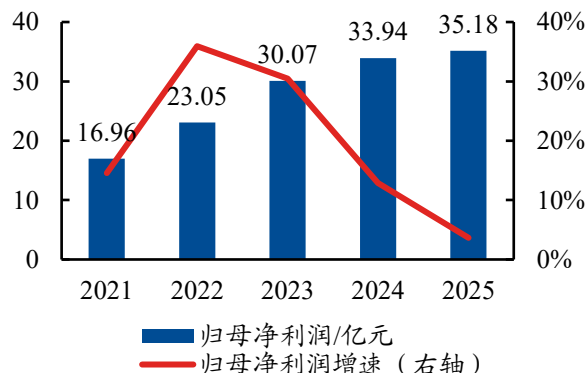
分季度看，公司 2025 年四个季度分别实现营收 58.34 亿元（同比-38.55%，下同）、87.95 亿元（-27.51%）、59.78 亿元（+62.77%）、240.49 亿元（+37.11%）；公司 2025 年四个季度分别实现归母净利润 4.31 亿元（-39.87%）、7.06 亿元（-21.77%）、2.25 亿元（+12.89%）、21.56 亿元（+36.80%）。

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

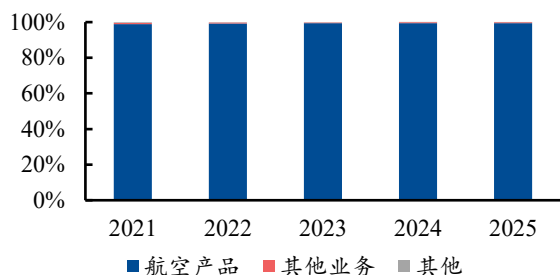
年份	季度	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润 (%)
2021	Q1	9.64	78.03	18.76%	5.11	22.19%
	Q2	9.78	120.09	28.87%	6.07	26.35%
	Q3	9.12	104.67	25.16%	6.22	26.97%
	Q4	11.11	113.19	27.21%	5.65	24.50%
2022	Q1	11.32	91.75	19.84%	6.42	21.34%
	Q2	9.85	139.75	30.22%	8.51	28.31%
	Q3	11.69	114.81	24.83%	8.71	28.97%
	Q4	11.25	116.16	25.12%	6.43	21.38%
2023	Q1	12.09	94.93	22.16%	7.16	21.10%
	Q2	12.87	121.32	28.32%	9.02	26.58%
	Q3	12.21	36.73	8.57%	1.99	5.87%
	Q4	12.44	175.40	40.94%	15.76	46.44%
2025	Q1	12.65	58.34	13.06%	4.31	12.24%
	Q2	11.99	87.95	19.69%	7.06	20.07%
	Q3	10.79	59.78	13.39%	2.25	6.40%
	Q4	15.30	240.49	53.85%	21.56	61.30%

数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 航空产品收入、毛利率持续提升

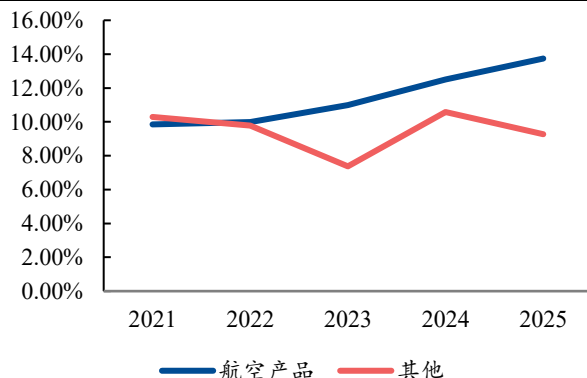
分产品看，2025 年公司航空产品实现营收 443.79 亿元，同比增长 4.30%，占营业收入的 99.38%，同比增加 0.05pct，毛利率 13.74%，同比增加 1.23pct；其他业务实现营收 2.36 亿元，同比下降 4.34%，毛利率 6.10%，同比增加 0.64pct。

图3、2021-2025 年分产品营收（亿元）及占比



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

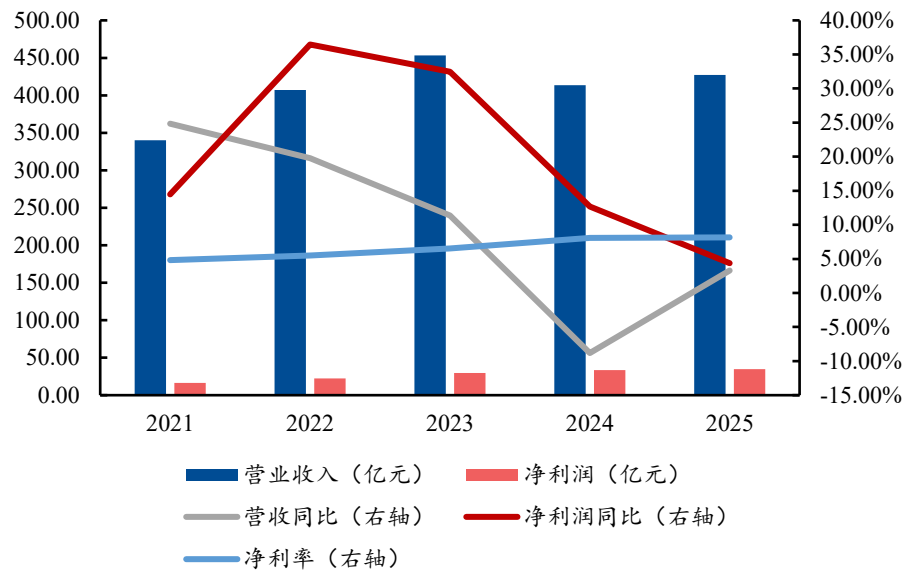


数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 沈飞公司稳健增长，吉航公司收入利润同比大幅增长

2025 年，公司控股子公司沈飞公司实现营收 426.99 亿元，同比增长 3.29%；净利润 34.82 亿元，同比增长 4.37%；净利率 8.15%，同比增加 0.08pct。控股子公司吉航公司实现营收 20.24 亿元，同比增长 33.51%；净利润 5261.75 万元，同比增长 65.28%；净利率 2.60%，同比增加 0.50pct。

图5、2021-2025 年沈飞公司营收、利润及同比增速



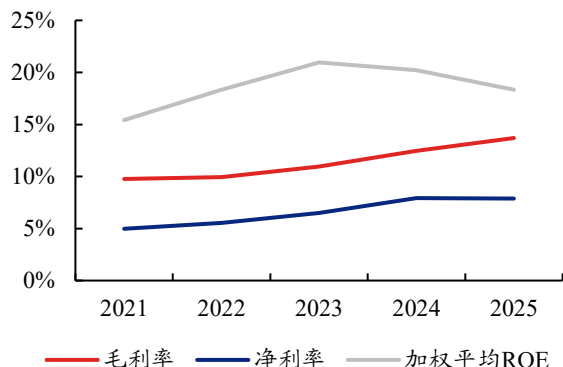
数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 毛利率提升，期间费用率同比增加

2025 年，公司整体毛利率为 13.70%，同比增加 1.23pct；归母净利率为 7.88%，同比减少 0.05pct。分季度看，公司 2025 年四个季度毛利率分别为 12.65%（同比+0.55pct，下同）、11.99%（-0.87pct）、10.79%（-1.42pct）、15.30%（+2.85pct）；2025 年四个季度归母净利率分别为 7.38%（-0.16pct）、8.03%（+0.59pct）、3.77%（-1.66pct）、8.97%（-0.02pct）。

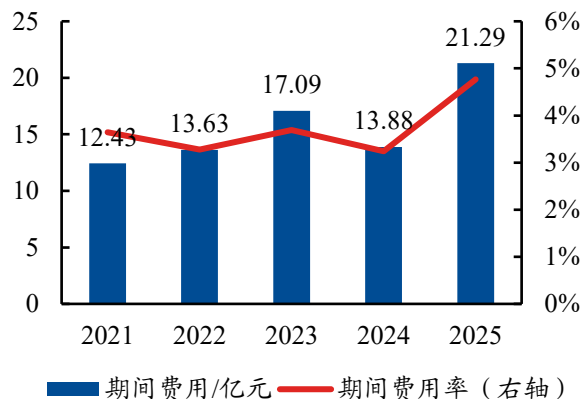
公司期间费用总额 21.29 亿元，同比增长 53.33%，占营收比重 4.77%，同比增加 1.53pct；其中，销售费用 1077.47 万元，同比增长 84.68%，占营业收入的 0.02%，同比增加 0.01pct；管理费用 10.73 亿元，同比增长 14.53%，占营业收入的 2.40%，同比增加 0.22pct；财务费用-0.52 亿元，同比增加 2.30 亿元；研发费用 10.97 亿元，同比增长 50.80%，占营业收入的 2.46%，同比增加 0.76pct。

图6、2021-2025 年毛利率、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7、2021-2025 年期间费用及期间费用率

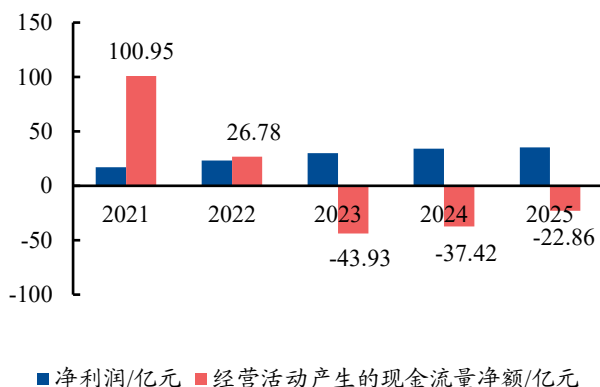


数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 经营活动现金流净额同比增加

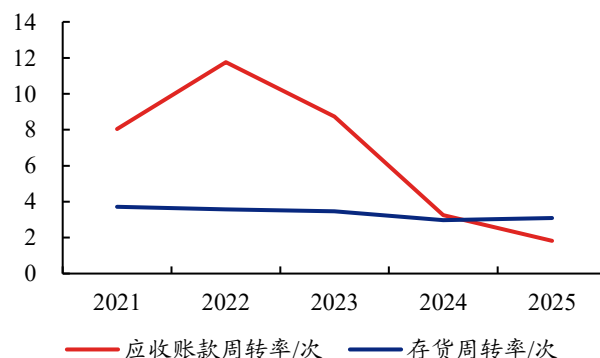
2025 年，公司经营活动产生的现金流净额-22.86 亿元，去年同期为-37.42 亿元，同比增加 14.56 亿元，主要是本年收到的销售货款增加；投资活动现金流量净额-14.86 亿元，去年同期为-14.92 亿元，同比增加 584.51 万元；筹资活动现金流量净额 35.50 亿元，去年同期为-4.47 亿元，同比增加 39.97 亿元，主要是本年收到募集资金。

图8、2021-2025 年净利润及经营活动产生的现金流量净额



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、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

● 存货同比减少，合同负债同比增长

截至 2025 年末，公司应收账款 298.41 亿元，同比增长 55.22%；应收票据 1.47 亿元，同比下降 76.27%；应收账款周转率 1.82 次，同比减少 1.43 次。存货 113.32 亿元，同比下降 16.68%，存货周转率 3.09 次，同比增加 0.12 次。其中原材料 50.27 亿元，同比下降 8.56%，在产品 62.99 亿元，同比下降 22.24%。合同负债

44.33 亿元，较年初增长 25.64%，较三季度末减少 21.57%。其中 43.11 亿元为特定客户产品合同负债，同比增长 39.54%。

● 2026 年预计关联采购及销售金额较 2025 年增加

2025 年公司向关联方购买原材料、燃料、动力等金额 191.58 亿元，实际发生额同比下降 17.26%，完成度为 81.09%；2026 年预计额为 192.12 亿元，较 2025 年预计额增长 0.28%，较 2025 年实际额增长 23.67%。2025 年公司向关联方销售产品、商品金额 13.37 亿元，实际发生额同比下降 45.15%，完成度为 78.62%；2026 年预计额为 17.91 亿元，较 2025 年预计额增长 5.27%，较 2025 年实际额增长 33.90%。2025 年公司接受劳务关联交易金额 48.93 亿元，实际发生额同比增长 23.64%，完成度为 81.50%；2026 年预计额为 55.87 亿元，较 2025 年预计额下降 6.96%，较 2025 年实际额增长 14.17%。2021-2025 年公司预计关联销售商品金额的实际完成率分别为 85.33%、89.20%、83.61%、89.84%、78.62%。

基于关联交易数据估算出的 2026 年预计营业收入较 2025 年实际营业收入增长。复盘公司 2021-2025 年向关联方销售产品、商品预计金额及提供劳务/占同类业务比重估算得出预计营业收入金额分别为 321.00、410.06、462.09、502.56、413.29 亿元；2021-2025 年估算出的预计营业收入与当年实际营业收入比值分别为 94.17%、98.58%、99.92%、117.32%、92.55%；2026 年通过预计关联交易及占同类业务比重估算得出的预计营业收入金额为 494.76 亿元，同比增长 19.71%，较 2025 年实际营业收入增长 10.79%。

表2、公司关联交易情况（亿元）

关联交易类别	2026 年度 预计额	2025 年度 预计额	2025 年度 实际额	完成度	2024 年度 预计额	2024 年度实 际额	完成度
向关联方购买原材料、燃料、动力等	192.12	191.58	155.35	81.09%	246.23	187.76	76.25%
向关联方销售产品、商品	17.91	17.01	13.37	78.62%	27.14	24.38	89.84%
向关联人提供劳务	0.75	0.76	0.64	84.52%	0.77	0.58	74.88%
接受关联人提供的劳务	55.86	60.03	48.93	81.50%	69.99	39.57	56.54%
在关联方的财务公司存款	220.00	170.00	163.99	96.46%	275.00	151.60	55.13%
在关联方的财务公司贷款	60.00	55.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	-
合计	546.63	494.37	382.27	77.32%	619.13	403.89	65.23%

数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 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 29.9/34.41/40.7 亿元，EPS 分别为 1.05/1.21/1.44 元/股，对应 2026 年 4 月 17 日收盘价 PE 为 48.3/42.0/35.5 倍，维持“增持”评级。

- 风险提示

下游需求增长低于预期，外部配套供应不及预期，订单交付进度不及预期。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	62653	56796	58831	60076
货币资金	9660	23234	27429	25609
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	29988	10864	8725	9594
预付款项	5386	4049	4266	4693
存货	11332	12371	11851	13036
其他	6287	6279	6559	7143
非流动资产	14833	15017	14858	14632
长期股权投资	288	288	288	288
固定资产	5402	5619	5438	5212
在建工程	3891	4051	4211	4211
无形资产	1676	1563	1450	1450
商誉	0	0	0	0
其他	3576	3495	3471	3471
资产总计	77486	71813	73689	74708
流动负债	45693	38006	37553	35819
短期借款	480	480	480	480
应付票据及应付账款	37916	25866	24887	27376
其他	7297	11660	12186	7962
非流动负债	6127	6127	6127	6127
长期借款	0	0	0	0
其他	6127	6127	6127	6127
负债合计	51819	44133	43680	41945
股本	2835	2835	2835	2835
未分配利润	11290	12846	14648	16779
少数股东权益	2115	2124	2134	2146
股东权益合计	25667	27680	30009	32763
负债及权益合计	77486	71813	73689	74708

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	3518	2990	3441	4070
折旧和摊销	1156	1316	1359	226
营运资金的变动	-6574	11744	1708	-4800
经营活动产生现金流量	-2286	16094	6548	-476
资本支出	-3875	-1520	-1215	0
长期投资	-10	0	0	0
投资活动产生现金流量	-1486	-1520	-1215	0
债权融资	480	0	0	0
股权融资	3971	0	0	0
融资活动产生现金流量	3550	-991	-1138	-1344
现金净变动	-232	13574	4195	-1820

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	44656	46013	48323	53136
营业成本	38540	40486	42664	46931
税金及附加	166	161	155	106
销售费用	11	9	10	5
管理费用	1073	1058	1063	1116
研发费用	1097	1058	1015	1010
财务费用	-52	-226	-566	-671
投资收益	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	60	0	0	0
资产减值损失	-131	0	0	0
营业利润	4027	3467	3983	4639
营业外收支	-8	-20	-15	0
利润总额	4019	3447	3968	4639
所得税	476	448	516	557
净利润	3543	2999	3452	4083
少数股东损益	25	9	10	12
归属母公司净利润	3518	2990	3441	4070
EPS(元)	1.24	1.05	1.21	1.44

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	4.2%	3.0%	5.0%	10.0%
营业利润增长率	2.7%	-13.9%	14.9%	16.5%
归母净利润增长率	3.6%	-15.0%	15.1%	18.3%
盈利能力				
毛利率	13.7%	12.0%	11.7%	11.7%
归母净利率	7.9%	6.5%	7.1%	7.7%
ROE	14.9%	11.7%	12.3%	13.3%
偿债能力				
资产负债率	66.9%	61.5%	59.3%	56.1%
流动比率	1.37	1.49	1.57	1.68
速动比率	0.87	0.90	0.96	0.98
营运能力				
资产周转率	64.2%	61.6%	66.4%	71.6%
每股资料(元)				
每股收益	1.24	1.05	1.21	1.44
每股经营现金	-0.81	5.68	2.31	-0.17
估值比率(倍)				
PE	41.0	48.3	42.0	35.5
PB	6.1	5.6	5.2	4.7

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门、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