

国防军工

2025 年 11 月 24 日

静待国内及海外军贸订单落地

——行业点评报告

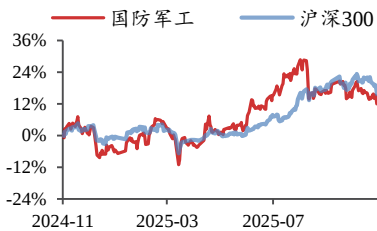
投资评级：看好（维持）

王加煨（分析师）

wangjiawei2@kysec.cn

证书编号：S0790525070009

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《深海空天共筑钛合金新需求—行业深度报告》-2025.11.4

《承上启下，内外共振—军工行业 2026 年度投资策略》-2025.11.4

《承上启下，内外共振—军工行业 2026 年度投资策略》-2025.11.3

● 军工板块估值仍处于相对高位

过去两周（11.10-11.21）军工指数下跌 3.84%。同期沪深 300 指数下跌 4.81%，超额收益为 0.97 个百分点；在 31 个行业中排名 16 位。行业估值层面，当前军工 PE-TTM 为 67.34 倍，位于 2015 年初至今的 65.65%分位，较两周前 70.35 倍（分位数 69.78%）有所下降。

● 地缘政治不确定性加强，军品订单有望加速落地

11 月 7 日日本首相高市早苗在国会答问时表示，如果中国大陆对中国台湾出动军舰并使用武力，可能会对日本构成“存亡危机事态”，自卫队可以行使集体自卫权力。11 月 10 日，高市在国会答辩时坚称，其言论遵循日本政府的一贯见解，无意撤回。中方随后提出严正交涉。我们认为在当前复杂的地缘政治环境中，国防装备重要性凸显，军品订单有望加速落地。

● 低成本可回收火箭技术成熟有望促进国内商业航天发展

（1）**航空**：迪拜航展于 11 月 17 日-11 月 21 日举行，中国商飞公司携带 C919 及 C909 亮相，中国航发携带“太行”、AES100 发动机等 19 型动力产品参展，航空工业集团携带翼龙-X 无人机、歼-10CE 战斗机等主力产品参展。我们看好中国航空工业产业链条军贸机会。（2）**燃机**：西门子 2025 财年燃机订单创历史新高，从 2024 财年的 100 台增至 2025 财年的 194 台，主要由于北美 AI 算力及数据中心需求带动电力需求提升，军工板块内海外燃机供应链公司有望持续受益。（3）**商业航天**：海外进一步商业落地，亚马逊将卫星互联网项目 Project Kuiper 正式更名为 Amazon Leo，并与多家企业完成商业化签约布局；马斯克披露计划每年向轨道部署 100 吉瓦的太阳能 AI 卫星，为大规模人工智能提供能源支持。国内发射加速，海南商业航天发射场将 13 组低轨卫星发射升空，自然资源部发布《卫星导航定位基准站管理办法》，促进卫星导航定位产业有序发展。叠加 10 月底蓝箭航天可回收低成本朱雀三号第一阶段首飞成功，国产商业航天有望迎来快速发展。

● 受益标的

- （1）航空：华秦科技、佳驰科技、航发动力、西部超导；
- （2）海外燃机产业链：万泽股份、应流股份、航宇科技、三角防务；
- （3）商业航天：臻镭科技、盟升电子、国博电子、陕西华达、海格通信。

● **风险提示**：军品订单下发节奏不及预期；新质装备列装不达预期；军品价格谈判不及预期；军贸出口业务客户导入不及预期。

目 录

1、行情回顾	3
1.1、军工板块与细分领域行情回顾	3
1.2、个股表现	4
1.3、行业估值	5
2、板块新闻动态	6
2.1、行业新闻	6
2.1.1、国际动态	6
2.1.2、国内动态	7
2.2、个股重要新闻及公告	8
3、风险提示	10

图表目录

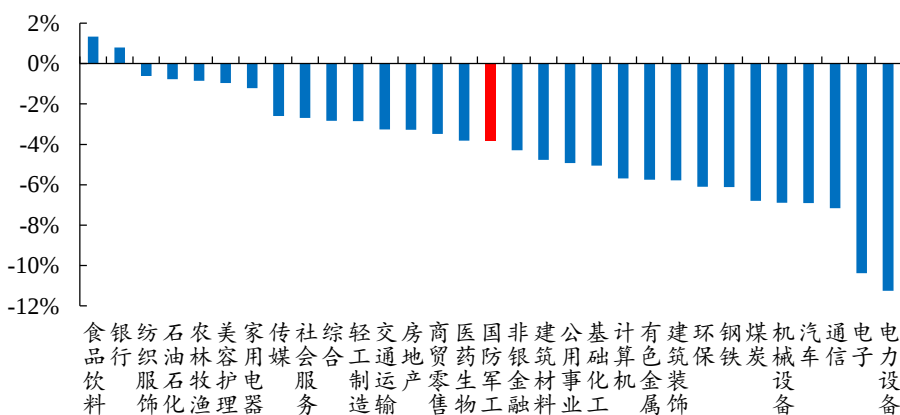
图 1：过去两周军工行业表现在 31 个行业中排名 16 位	3
图 2：过去两周军工指数相对跑赢沪深 300	3
图 3：过去两周地面兵装表现相对较好	3
图 4：年初至今军工行业涨幅在 31 个行业位列 16 位	4
图 5：年初至今军工指数相对跑输沪深 300	4
图 6：年初至今地面兵装表现相对较好	4
图 7：过去两周江龙船艇涨幅居前	5
图 8：军工行业估值	5
表 1：个股重要新闻及公告	8

1、行情回顾

1.1、军工板块与细分领域行情回顾

过去两周（11.10-11.21）军工指数下跌 3.84%。同期沪深 300 指数下跌 4.81%，超额收益为 0.97 个百分点；在 31 个行业中排名 16 位。

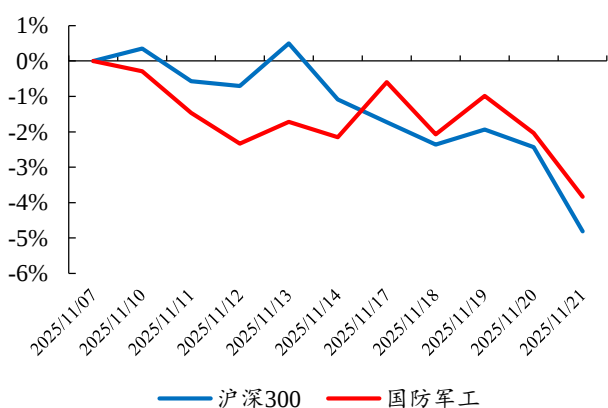
图1：过去两周军工行业表现在 31 个行业中排名 16 位



数据来源：Wind、开源证券研究所

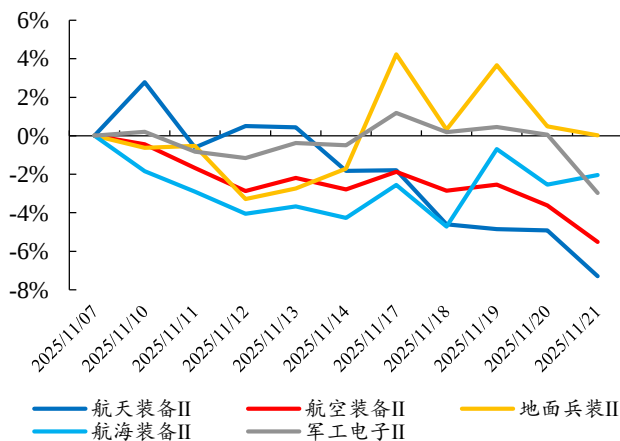
子板块方面，地面兵装（801743.SI）相对较好，航天装备（801741.SI）表现较弱。在军工行业各细分板块中，过去两周共 1 个子板块上涨。其中，地面兵装上涨 0.02%，相对军工指数收益为 3.86%。航天装备表现相对较弱，过去两周下跌 7.30%，相对军工指数收益为-3.46%。

图2：过去两周军工指数相对跑赢沪深 300



数据来源：Wind、开源证券研究所

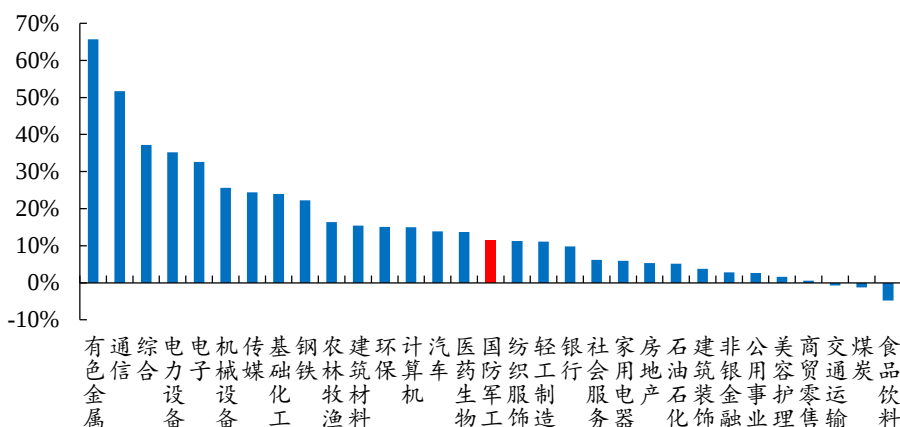
图3：过去两周地面兵装表现相对较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

2025 年年初至今军工指数上涨 11.39%。同期沪深 300 指数上涨 13.18%，相对收益为-1.79%；在 31 个行业中排名 16 位。

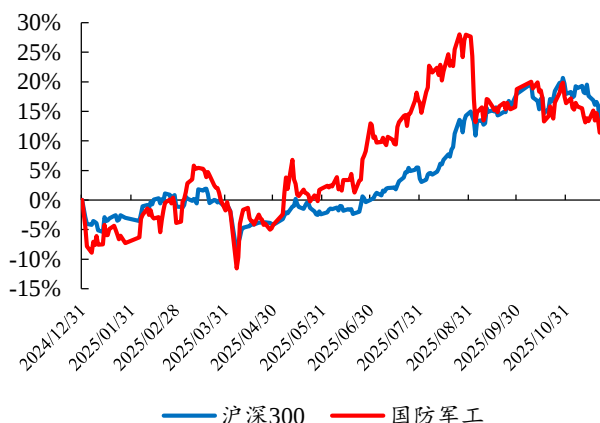
图4：年初至今军工行业涨幅在 31 个行业位列 16 位



数据来源：Wind、开源证券研究所；数据截至 2025 年 11 月 21 日

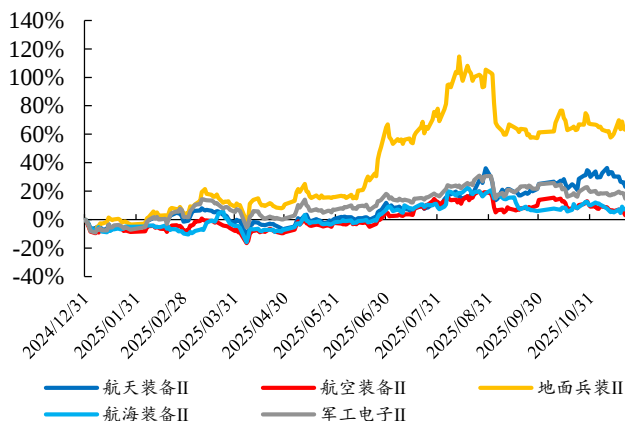
军工细分板块中，2025 年年初至今五个子板块全部上涨，整体表现良好。其中，地面兵装涨幅最大，累计涨幅为 63.04%，在军工行业各细分板块中领跑。航空装备板块表现较弱，累计涨幅为 3.05%。

图5：年初至今军工指数相对跑输沪深 300



数据来源：Wind、开源证券研究所；数据截至 2025 年 11 月 21 日

图6：年初至今地面兵装表现相对较好



数据来源：Wind、开源证券研究所；数据截至 2025 年 11 月 21 日

1.2、个股表现

个股表现方面，过去两周江龙船艇涨幅靠前。过去两周涨幅前十标的分别为江龙船艇（52.52%）、航天发展（43.02%）、久之洋（21.90%）、天海防务（20.38%）、亚光科技（17.20%）、赛微电子（16.85%）、航天动力（12.99%）、观想科技（12.84%）、晨曦航空（12.55%）、佳缘科技（11.92%）；跌幅前十标的分别为莱斯信息（-19.81%）、赛腾股份（-18.35%）、西测测试（-18.19%）、新雷能（-18.10%）、万里马（-17.18%）、航天科技（-15.30%）、西部超导（-15.23%）、国光电气（-15.05%）、航宇科技（-14.98%）、中国核建（-14.82%）。

图7：过去两周江龙船艇涨幅居前

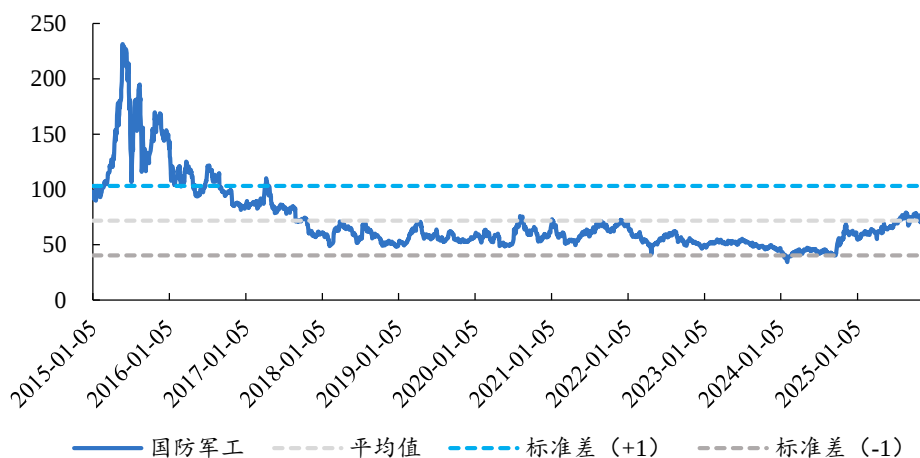
涨幅前十			跌幅前十		
过去两周涨幅	月初至今涨幅	年初至今涨幅	过去两周跌幅	月初至今跌幅	年初至今跌幅
江龙船艇 52.52%	江龙船艇 58.56%	北方长龙 375.5%	莱斯信息 -19.8%	航天宏图 -25.6%	星宸科技 -32.4%
航天发展 43.02%	航天发展 48.15%	长城军工 344.0%	赛腾股份 -18.3%	航新科技 -22.4%	莱斯信息 -29.5%
久之洋 21.90%	赛微电子 36.75%	科思科技 174.8%	西测测试 -18.2%	信质集团 -22.2%	景嘉微 -25.3%
天海防务 20.38%	久之洋 24.07%	新光光电 159.7%	新雷能 -18.1%	东华测试 -22.1%	中信海直 -24.4%
亚光科技 17.20%	天海防务 20.92%	应流股份 158.1%	万里马 -17.2%	莱斯信息 -22.1%	广联航空 -23.4%
赛微电子 16.85%	亚光科技 18.78%	华曙高科 140.3%	航天科技 -15.3%	新雷能 -20.7%	银河电子 -21.7%
航天动力 12.99%	航天动力 17.65%	超卓航科 130.9%	西部超导 -15.2%	楚江新材 -19.1%	中航重机 -21.0%
观想科技 12.84%	万泽股份 17.25%	万里马 129.9%	国光电气 -15.1%	集智股份 -18.8%	佳力奇 -20.3%
晨曦航空 12.55%	华曙高科 15.79%	国瑞科技 127.9%	航宇科技 -15.0%	成都华微 -18.6%	六九一二 -18.4%
佳缘科技 11.92%	佳缘科技 15.47%	海兰信 113.5%	中国核建 -14.8%	西部超导 -18.3%	中国动力 -17.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所；数据截至 2025 年 11 月 21 日

1.3、行业估值

行业估值层面，以 11 月 21 日股价为基准，当前军工 PE-TTM（剔除负值）67.34 倍，位于 2015 年初至今的 65.65%，较两周前（11 月 7 日）70.35 倍（分位数 69.78%）有所下降。随着“十五五”规划逐步明晰，2026 年行业基本面有望回暖，军工板块具备较高的配置价值。

图8：当前军工行业 PE-TTM 估值位于 2015 年初至今的 65.65%分位



数据来源：Wind、开源证券研究所；数据截至 2025 年 11 月 21 日

2、板块新闻动态

2.1、行业新闻

2.1.1、国际动态

11月12日，俄罗斯武装部队无人系统部队已正式组建，该部队作为武装部队一个独立兵种，重点是改进防空装备、太空系统、无人机和机器人系统。

11月13日，美国蓝色起源公司发射可重复使用的“新格伦”重型运载火箭，搭载美国国家航空航天局火星探测器，从卡纳维拉尔角太空军基地升空，火箭第一级成功实现回收。

11月13日，亚马逊将卫星互联网项目 Project Kuiper 正式更名为 Amazon Leo，部分企业如 JetBlue、L3Harris 以及澳大利亚国家宽带运营商 NBN 公司已签约部署该服务。

11月13日，法国首次清晰展示中程空对地导弹最新改进型号 ASMPA-R，该导弹采用冲压发动机并配备核弹头。法国官员确认，该型导弹现已在法国海军服役。

11月14日，哥伦比亚总统佩特罗宣布，哥方与瑞典萨博公司签订了购买 16 架“鹰狮”战斗机的合同。

11月14日，西门子发布 2025 财年第四季度财报，其全球燃气轮机销量几乎翻倍，从 2024 财年的 100 台增至 2025 财年的 194 台，主要受益于数据中心的电力需求。

11月16日，埃隆·马斯克在接受访谈时，全面披露了其在人工智能、太空技术等多个前沿领域的最新进展与长期规划，明确目标每年将 100 吉瓦的太阳能 AI 卫星送入轨道，将为大规模人工智能应用提供能源支持。

11月17日，乌克兰与法国签署意向书，乌克兰将向法国购买多达 100 架“阵风”战斗机、防空系统以及无人机。

11月17日，德国政府宣布将于 11 月 24 日起正式解除对以色列武器出口限制。

11月17日，2025 年迪拜航展开幕，汇聚了全球 1500 余家航空航天企业，展出超过 200 架飞行器。航空工业集团多款主力产品参展，其中翼龙-X 无人机首次在境外进行静态展示，歼-10CE 战斗机以实机挂载“霹雳”系列空空导弹的形式亮相；商飞公司 C919 大型客机首次在中东地区进行展示，并与 C909（ARJ21）支线客机共同组成产品系列。中国航发公司首次以国家展团形式参展，展出的“太行”发动机、AES100 发动机等 19 型动力产品，谱系覆盖全面。

11月18日，德国海军宣布将以超过 10 亿加元的价格购买洛克希德·马丁加拿大公司的作战管理系统 CMS330，进一步加强加拿大和德国之间的国防合作。

11月18日，美国总统特朗普宣布将向沙特出售 F-35 战斗机。据路透社等媒体报道，沙特作为美制武器主要客户，多年来有意购买 F-35，此次可能求购多至 48 架。

11月18日，美国国务院批准向乌克兰出售价值 1.05 亿美元的“爱国者”防空系统维护设备。

11月20日，美陆军部长德里斯科尔与乌总统泽连斯基会谈，讨论美国起草的一项旨在结束俄乌冲突的“28点”新计划。

11月21日，印度国产“光辉”战机在阿联酋迪拜航展最后一天的飞行表演中坠毁。

2.1.2、国内动态

11月9日，中国航空工业集团研制的AS700载人飞艇正式交付，是我国首个按适航规范研制、拥有完全自主知识产权的载人飞艇。

11月10日，我国在海南商业航天发射场使用长征十二号运载火箭，成功将卫星互联网低轨13组卫星发射升空，卫星顺利进入预定轨道。

11月11日，人民空军成立76周年纪念日发布空军主题微电影，曝光新型无人机“玄龙”与歼-20、歼-16D编队飞行画面。

11月12日，全国产业计量融合创新发展大会上介绍，市场监管总局、工业和信息化部共同发布“十大重点项目”，包括航空航天、高端装备等重点产业领域，旨在集中力量解决其“测不了、测不全、测不准”的技术难题。

11月13日，中国航发自主研发的3D打印极简涡喷发动机圆满完成首次飞行试验，标志着3D打印发动机在工程应用领域取得重要突破。

11月14日，我国076两栖攻击舰首舰四川舰从上海沪东中华造船厂码头解缆赴相关海域开展首次航行试验，检测验证四川舰动力、电力等系统的可靠性和稳定性。11月16日，四川舰顺利完成为期3天的首次航行试验任务。

11月18日，自然资源部发布《卫星导航定位基准站管理办法》，自2026年1月1日起，为促进卫星导航定位产业有序发展，我国将对卫星导航定位基准站实行统一规划、统一标准、统一监管。

11月19日，我国在酒泉卫星发射中心使用长征二号丙运载火箭，成功将实践三十号A、B、C星发射升空，主要用于空间环境探测及相关技术验证。

11月21日，我国在西昌卫星发射中心使用长征三号乙运载火箭，成功将通信技术试验卫星二十一号发射升空。

2.2、个股重要新闻及公告

表1：个股重要新闻及公告

公司名称	公告内容
海兰信	公司拟通过发行股份及支付现金方式，以 105,062.06 万元收购海兰寰宇 100%股权，并配套募集不超过 70,000 万元资金。
紫光国微	公司于 2025 年 11 月 11 日完成 2025 年股票期权激励计划首次授予登记，共向 464 名激励对象授予 1,516.14 万份股票期权，行权价格为 66.61 元/份。
三角防务	西安鹏辉（有限合伙）减持计划期限届满。2025 年 8 月 29 日至 2025 年 10 月 29 日期间，通过集中竞价方式减持公司股份 5,475,372 股，减持均价为 25.0622 元/股，减持后持股比例由 5.9441%降至 4.9440%。
金天钛业	公司将于 11 月 20 日上市流通首次公开发行限售股共计 149,668,326 股，占公司总股本的 32.36%。
佰奥智能	公司与保密客户签订金额为 0.97 亿元的日常经营重大合同，标的为小型与中型产品 XX 总装系统，预计对公司未来经营成果产生积极影响。
海格通信	公司拟通过广州产权交易所公开挂牌方式，对其全资子公司海格天腾进行增资扩股，引入战略投资者，增资金额不超过 8 亿元，增资后战略投资者持股比例不高于 43.44%。
隆鑫通用	公司决定以 1 元交易价格出售其持有的珠海隆华直升机科技有限公司 49.9988%股权；同时拟以 1.06 亿元将其持有的遵义金业机械铸造有限公司 66%股权转让给贵州科欣管理咨询有限公司，折价 68.31%。公司旨在剥离亏损资产，集中资源发展主营业务，优化资源配置。
国泰集团	公司通过公开摘牌方式，以 1.10 亿元收购北京矿冶爆锚技术工程有限责任公司 100%股权。
迈信林	公司 2024 年限制性股票激励计划第一个归属期完成股份登记，1,425,000 股限制性股票于 11 月 18 日上市流通，占归属前公司总股本的比例约为 0.98%，涉及 24 名激励对象。
芯动联科	公司 2023 年限制性股票激励计划首次授予部分第二个归属期及预留授予部分第一个归属期完成股份登记，1,023,396 股限制性股票于 11 月 18 日上市流通，占归属前总股本比例约 0.26%，涉及 99 名激励对象。
隆达股份	公司于 11 月 13 日完成 2023 年限制性股票激励计划首次授予部分第二个归属期的股份登记，共 86.0808 万股限制性股票归属给 41 名激励对象，股票来源为公司从二级市场回购的 A 股普通股，股本总数未发生改变。
航发控制	中国航发南方工业有限公司计划通过大宗交易方式向其一致行动人中国航空发动机集团有限公司转让 2,500 万股航发控制股份，占总股本 1.9%。此次转让属于大股东与一致行动人之间的内部持股调整，不涉及市场减持。
科思科技	公司拟将所持江苏智屯达 0.25 亿元债权转让给全资子公司智云防务，由智云防务以该债权及自身持有的 0.14 亿元债权合计 0.39 亿元对智屯达实施债转股增资，智云防务持股比例由 97.00%提升至 98.94%。
楚江新材	公司第四期员工持股计划所持 49,080,000 股股票（占总股本 3.02%）已通过集中竞价方式于 2025 年 11 月 17 日全部出售完毕。
隆鑫通用	公司已全额收到贵州科欣支付的 1.06 亿元股权转让款，并完成工商变更登记，正式不再持有遵义金业机械铸造有限公司 66%的股权。
中海达	公司及控股子公司深圳中铭高科因税务检查与自查，需补缴税款 501.91 万元及滞纳金 185.27 万元，合计 687.18 万元，相关款项已缴清且不涉及行政处罚。
中科星图	公司控股子公司星图测控拟以 1,140.37 万元向关联方中科卫星采购通信卫星姿轨控和供电分系统设计，该交易通过邀请招标确定价格。
中天火箭	陕西电器研究所、国华军民融合产业发展基金及陕西航天科技集团作为一致行动人，通过集中竞价和大宗交易方式减持公司股份 1,623,690 股，占总股本比例 1.05%，减持后合计持股比例由 62.82%降至 61.77%。
万泽股份	万泽集团发行的 2.5 亿元科技创新可交换公司债券（25 万泽 KEB1、25 万泽 KEB2）将于 11 月 24 日进入换股期，价格为 15.24 元/股和 19.83 元/股，换股期限至 2028 年 5 月 19 日，换股不会导致公司控制权变更。
北摩高科	公司与关联方赛尼锐驰共同投资赛尼航空，并放弃对其本次增资的优先认购权。
迈信林	公司与关联方共同投资设立苏州追光时代，公司认缴出资 2 亿至 3.1 亿元（占比约 99.50%）。追光时代设立后拟向光子算数增资 2 亿至 3.1 亿元，以获取其股权但不构成控制。

公司名称	公告内容
有研粉材	两家子公司有研纳微和有研增材入选工信部第七批专精特新“小巨人”企业，有助于提升品牌影响力与核心竞争力。
隆鑫通用	公司拟以不超过 16.5 亿元向全资子公司重庆新隆鑫机电增资，增资后其注册资本将由 0.1 亿元增至不超过 16.6 亿元。
燕东微	公司股东国家集成电路产业投资基金和京国瑞国企改革基金计划在未来三个月内通过大宗交易或集中竞价方式合计减持不超过 35,690,451 股，占公司总股本的 2.5%。
中国软件	公司与实际控制人中国电子拟通过定向减资方式退出物流数科，减资后双方不再持有其股权，预计共收回减资款 1.05 亿元。
信质集团	公司于 2025 年 11 月 19 日收到政府补助 262.71 万元，占公司 2024 年度归母净利润的 12.47%。该补助为与收益相关、与日常经营活动相关的非持续性补助。
中国核建	截至 2025 年 10 月，公司累计新签合同额为 1238.40 亿元，累计实现营业收入 813.34 亿元。
航材股份	公司拟使用首次公开发行所获超募资金，通过集中竞价交易方式回购 0.5-1 亿元的股份，回购价格不超过 80 元/股，回购股份将用于减少注册资本及员工持股计划或股权激励。
中航沈飞	由于前期准备不及预期，公司拟将三项生产线能力建设与提升项目分别延期至 2026 年 12 月以及 2027 年 12 月。
航天彩虹	公司全资子公司彩虹无人机拟以估值 3.93 亿元的非货币性资产出资，与赛航智行、都梁城工合资设立低空科技公司赛虹技术，认缴注册资本 3.93 亿元，取得 43.6438% 股权。
航天电器	公司拟以公开摘牌方式，使用自有资金 0.47 亿元收购关联方航天科工持有的航天电机系统有限公司 32% 股权，交易完成后将全资控股航电系统。
航天发展	公司拟通过控股孙公司航天天目在上海联合产权交易所公开挂牌增资扩股，引入外部投资者，子公司航天新通放弃优先认缴权。
万里马	公司完成 2025 年股票期权激励计划预留授予登记，共向 1 名激励对象授予 101.4 万份股票期权，期权简称“万马 JLC2”，行权价格为 4.46 元/份。
航新科技	公司拟接受衢州创科未来提供的不超过 2,000 万元无息财务资助，期限一年，无需担保，用于补充流动资金。

资料来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

3、风险提示

- (1) 军品订单下发节奏不及预期，将会影响营收增速；
- (2) 新质装备列装不达预期，将会影响营收增速及产品结构；
- (3) 军品价格谈判不及预期，将会影响行业盈利能力；
- (4) 军贸出口业务客户导入不及预期，将会影响海外业务收入体量。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn