

# 寒武纪-U (688256.SH)

## 24Q4 进入规模落地阶段、落地兑现符合产业规律

### 核心观点:

- 公司发布 24 年度业绩预告, 预计 24 年全年: 实现总营收 10.7 亿元至 12.0 亿元, 同比增加 50.8%至 69.2%; 归母净利润为-4.0 亿元至-4.8 亿元, 亏损同比收窄 43.0%至 53.3%。
- 24 年营收大幅增长, 供给和需求都呈现良好的改善趋势。2024 年, 公司营收预计同比增加 50.8%至 69.2%; 单季度来看, 24Q4, 公司营收预计同比增加 57.0%至 80.0%。在供给和需求都呈现出良好改善的趋势下, 公司整体营收实现快速增长, 结合 24Q3 财报, 符合产业周期规律。2024 年, 公司与互联网、大模型头部客户合作进展顺利, 我们预计, 2025 年公司的 AI 芯片向互联网等商业客户的销售规模有望上台阶。
- 24Q4 单季度归母净利润扭亏为盈。根据业绩预告的数据测算, 24Q4 公司预计实现总营收 8.8 亿元至 10.1 亿元, 归母净利为 2.4 亿元至 3.3 亿元。24Q4, 公司归母净利率为 27.2%至 32.4%。24Q4, 公司归母净利润扭亏为盈反映了公司聚焦云端核心业务, 实现营收快速增长的同时, 优化资源配置, 各项费用都得到了有效控制。我们预计, 在营收重回高增长轨道后, 25 年公司扭亏为盈, 但考虑到公司对于 AI 芯片设计和软件生态方面的研发投入有望增加, 整体净利率保持在合理范围内。
- 盈利预测与投资建议。24-26 年 EPS 预计分别为-1.05/0.41/1.95 元/股。综合考虑公司行业地位、竞争优势、下游需求前景以及独立第三方平台的稀缺性等因素, 参考可比公司估值, 我们给予公司 25 年 85 倍 PS, 对应合理价值 713.98 元/股, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 供应链完善节奏的不确定性; 国产 AI 芯片产品迭代和落地加剧行业竞争; 国产 AI 芯片产业链自主可控建设节奏的不确定性。以互联网公司为代表的商业客户, 国产化提升的需求节奏的不确定性。

### 盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	729	709	1,136	3,507	5,942
增长率 (%)	1.1	-2.7	60.1	208.7	69.5
EBITDA (百万元)	-1,096	-652	-246	398	1,084
归母净利润 (百万元)	-1,256	-848	-438	170	812
增长率 (%)	-	-	-	-	376.8
EPS (元/股)	-3.14	-2.07	-1.05	0.41	1.95
市盈率 (x)	-	-	-	1,701.05	356.80
ROE (%)	-25.9	-15.0	-8.3	3.1	12.8
EV/EBITDA (x)	-	-	-	722.30	265.24

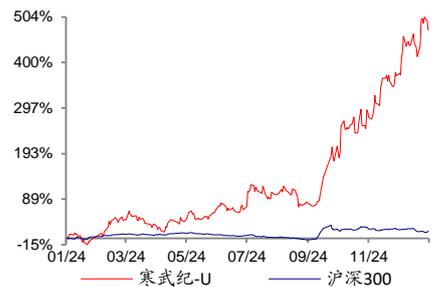
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格	694.01 元
合理价值	713.98 元
前次评级	买入
报告日期	2025-01-15

### 相对市场表现



### 分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@gf.com.cn

### 分析师:

周源



SAC 执证号: S0260523040001



0755-23948351



shzhouyuan@gf.com.cn

请注意, 周源并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

- 寒武纪-U (688256.SH): 大额授信额度申请反映公司对下游需求信心充足 2024-12-27
- 寒武纪-U (688256.SH): 24Q3 库存和预付款如期大幅上升, 收入兑现在即 2024-10-31
- 寒武纪-U (688256.SH): 24H1 存货、预付款项大量增加预示供应链稳步改善 2024-09-01

## 一、公司 2024 年业绩预告分析

公司发布24年度业绩预告，预计24年全年：实现总营收10.7亿元至12.0亿元，同比增加50.8%至69.2%；归母净利润为-4.0亿元至-4.8亿元，亏损同比收窄43.0%至53.3%；扣非归母净利为-7.7亿元至-9.4亿元，亏损同比收窄10.3%至26.6%。

根据业绩预告的数据测算，预计24Q4：实现总营收8.8亿元至10.1亿元，同比增加57.0%至80.0%；归母净利为2.4亿元至3.3亿元，23年同期为-0.4亿元；扣非归母净利为-0.7亿元至1.0亿元，23年同期为-0.9亿元。

### 简评：

**24年营收大幅增长，供给和需求都呈现良好的改善趋势。**2024年，公司营收预计同比增加50.8%至69.2%；单季度来看，24Q4，公司营收预计同比增加57.0%至80.0%。供给方面，24Q3公司存货和预付款项的大量增加反映其供应链稳步改善的趋势；需求方面，24年上半年，公司的AI芯片产品在互联网、大模型等领域与头部客户进行合作，并在自然语言应用场景中实现了批量出货。在供给和需求都呈现出良好改善的趋势下，公司整体营收实现快速增长，结合24Q3财报，符合产业周期规律。2024年，公司与互联网、大模型头部客户合作进展顺利的前提下，我们预计，2025年公司的AI芯片向互联网等商业客户的销售规模有望上台阶。

**24Q4单季度归母净利润扭亏为盈。**根据业绩预告的数据测算，24Q4公司预计实现总营收8.8亿元至10.1亿元，归母净利为2.4亿元至3.3亿元。24Q4，公司归母净利率为27.2%至32.4%。24Q4，公司归母净利润扭亏为盈反映了公司聚焦云端核心业务，实现营收快速增长的同时，优化资源配置，各项费用都得到了有效控制。但另一方面，我们也注意到公司人员数量较少，根据公司24年半年报，2024年上半年，公司研发人员727人。我们预计，在营收重回高增长轨道后，2025年公司扭亏为盈，但考虑到公司对于AI芯片设计和软件生态方面的研发投入有望增加，整体净利率保持在合理范围内。

**竞争格局大幅改善，产业链地位和技术竞争力保障公司长期价值。**2025年1月13日，美国白宫官网公布了《人工智能扩散暂行最终规则》，进一步限制包括英伟达在内的高端AI芯片在全球范围内的销售。我们认为，此次美方政策的推出将大大限制英伟达高端AI芯片在国内的销售，从而影响寒武纪可替代市场规模预期的变化，进一步影响寒武纪估值水平。因此在当前环境下和节点下，市场会进一步统一对寒武纪格局地位的认识，其中远期格局溢价正在提前表现。

## 二、盈利预测与投资建议

假设条件:

- 云端产品线:** 公司云端产品线包括思元270、思元290和思元370芯片及加速卡, 以及玄思1000、玄思1001智能加速器。根据公司24年半年报, 2024年上半年, 受供应链的不稳定因素影响, 该业务同比减少, 云端产品线营业收入为6105万元, 同比减少43.9%, 上年同期为1.1亿元。在2024下半年, 供应链逐渐完善后, 该业务营收增速有望恢复。我们预计该业务2024-2026年营收增速有望为333.3%、294.2%和82.1%; 当前公司供应链处于恢复过程中, 芯片综合成本初期偏高, 对2024年公司毛利率有一定影响。后续, 随着产品迭代、性能不断提升, 以及客户认可度的提升, 其毛利率有望提升。2024-2026年, 该业务毛利率有望为53%、56%和58%。
- 智能计算集群系统业务:** 智能算力基础设施是数字化产业发展的前提。在公共部门对数字经济战略的重视程度不断加强的背景下, 高性能算力基础设施建设在公共部门投资中的优先级有望持续提升。2023年, 智能计算集群系统业务营收6.0亿元, 同比增加31.8%, 毛利率为70.8%, 毛利率同比增加0.36PCT。未来, 公司智能计算集群业务有望受益于各地智算中心加快和扩大建设的趋势。我们预计该业务2024-2026年该业务营收增速有望为21.7%、165.4%和59.7%; 由于大规模AI计算集群的技术壁垒较高, 且AI大模型的开发和应用需求持续旺盛, 我们预计, 该业务的毛利率保持高位, 2024-2026年, 该业务毛利率有望为72%、73%和74%。
- 边缘产品线:** 思元220芯片是公司在2019年推出的针对边缘计算场景的产品, 2024年上半年, 受供应链的不稳定因素影响, 该业务收入同比下降, 边缘产品线营业收入为342万元, 同比减少34.6%。由于公司战略发展重点向云端产品转移, 2025-2026年, 该业务营收预计下滑。我们预计该业务2024-2026年营收增速有望为-36.1%、-20.9%和-12.5%。相较于云端产品, 边缘端产品技术壁垒较低, 竞争较为激烈, 我们判断, 公司边缘AI芯片存在价格下降的可能性。2024-2026年, 该业务毛利率有望为52%、50%和50%。
- IP授权及软件:** 公司终端智能处理器IP业务占营收比重较小, 已不是公司发展重点。24H1, IP授权及软件营业收入为22万元。我们预计该业务2024-2026年营收增速有望为88.2%、-22.7%和-41.2%; 公司将IP授权及软件相关研发支出计入当期研发费用, 因此该部分业务的毛利率较高, 2024-2026年, 该业务毛利率有望为100%、100%和100%。

表 1: 寒武纪营收拆分 (单位: 百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>IP 授权和软件</b>					
收入	1.14	0.2	0.4	0.3	0.2
增长率	-83.4%	-79.5%	88.2%	-22.7%	-41.2%
成本	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0
毛利	1.14	0.2	0.4	0.3	0.2
毛利率(%)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

边缘产品线					
收入	37.84	10.8	6.9	5.5	4.8
增长率	-78.4%	-71.4%	-36.1%	-20.9%	-12.5%
成本	26.1	4.8	3.3	2.7	2.4
毛利	11.8	6.0	3.6	2.7	2.4
毛利率(%)	31.1%	55.9%	52.0%	50.0%	50.0%
云端产品线					
收入	219.4	90.6	392.4	1546.8	2816.6
增长率	173.5%	-58.7%	333.3%	294.2%	82.1%
成本	80.2	35.7	184.4	680.6	1183.0
毛利	139.3	54.9	208.0	866.2	1633.7
毛利率(%)	63.5%	60.6%	53.0%	56.0%	58.0%
智能计算集群系统					
收入	458.5	604.5	736.0	1953.6	3120.0
增长率	0.6%	31.8%	21.7%	165.4%	59.7%
成本	135.6	176.6	206.1	527.5	811.2
毛利	322.9	427.9	529.9	1426.1	2308.8
毛利率(%)	70.4%	70.8%	72.0%	73.0%	74.0%
其他业务					
收入	5.6	1.3	0.3	0.2	0.1
增长率	309.2%	-77.6%	-76.2%	-33.3%	-50.0%
成本	4.9	0.1	0.2	0.3	0.2
毛利	0.8	1.2	0.0	0.0	0.0
毛利率(%)	13.5%	93.2%	13.5%	13.5%	13.5%
合计					
收入	729.0	709.4	1136.0	3506.5	5941.8
增长率	1.1%	-2.7%	60.1%	208.7%	69.5%
成本	249.6	218.8	394.0	1211.1	1996.8
毛利	479.4	490.6	742.0	2295.5	3945.1
毛利率(%)	65.8%	69.2%	65.3%	65.5%	66.4%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司费用的持续增长主要原因是人员不断扩张, 人员成本上升。我们预计未来, 公司人员扩张到一定规模后会保持稳定的状态。公司的研发工作聚焦在芯片和加速卡产品迭代和软件平台的升级上。我们预计公司针对AI应用可预见的场景研发团队组建完成后, 整体研发人员的规模将保持稳定。公司的主要产品大算力高性能AI芯片的目标客户群体以大客户为主, 销售团队规模扩张有限。

预计24-26年, 公司营收为11.4/35.1/59.4亿元, 同比增长60.1%/208.7%/69.5%; 归母净利润-4.4/1.7/8.1亿元, 每股净收益为-1.05/0.41/1.95元/股。

可比公司估值: 在芯片设计行业, 澜起科技和景嘉微两家公司与寒武纪在技术路线、盈利模式和下游市场上较为类似。故我们选取这两家公司作为可比公司。

1. 与这两家公司相比，寒武纪的思元系列AI芯片是国内较早开始推广，并在商业落地上取得一定领先优势的产品，其面对的潜在市场空间更大。

2. 我们认为，寒武纪在较早的商业化落地将会扩大对追赶者的优势，因为最终用户不大会接受同时采用诸如四、五种以上不同的AI芯片。因此，寒武纪在国产AI芯片的市场地位较高，远期市场份额较大。

3. 再考虑当前AI大模型技术对于AI芯片需求量的拉动，以及英伟达高端AI芯片限制出口中国导致国内竞争格局的改善，寒武纪产品竞争力在当前环境下的相对优势更加凸显。

综合考虑公司行业地位、竞争优势、下游需求前景以及独立第三方平台的稀缺性等因素，在参考可比公司估值水平基础上我们给予一定的稀缺性和成长性溢价，给予公司25年85倍的PS估值，对应合理价值713.98元/股，维持“买入”评级。

**表 2: 寒武纪可比公司估值情况（市值统计截止2025.1.14收盘）**

公司名称	公司代码	业务类型	市值（亿元）	净利润（百万元）			PS估值水平		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
澜起科技	688008	内存接口芯片	760	451	1364	2042	33	20	14
景嘉微	300474	图形处理芯片	485	60	168	270	68	47	32

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：澜起科技和景嘉微的预测来自 Wind 一致预测。

### 三、风险提示

供应链完善节奏的不确定性；国产AI芯片产品迭代和落地加剧行业竞争；国产AI芯片产业链自主可控建设节奏的不确定性；以互联网公司为代表的商业客户，国产化提升的需求节奏的不确定性。

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>4,255</b>	<b>5,648</b>	<b>5,393</b>	<b>6,018</b>	<b>7,006</b>
货币资金	2,467	3,954	2,556	2,436	2,476
应收及预付	774	792	866	1,322	1,917
存货	287	99	1,020	955	1,074
其他流动资产	727	803	950	1,304	1,539
<b>非流动资产</b>	<b>1,516</b>	<b>771</b>	<b>1,001</b>	<b>987</b>	<b>1,052</b>
长期股权投资	222	230	239	248	257
固定资产	233	142	186	120	132
在建工程	26	109	109	109	109
无形资产	291	150	160	180	200
其他长期资产	743	140	308	331	354
<b>资产总计</b>	<b>5,771</b>	<b>6,418</b>	<b>6,394</b>	<b>7,006</b>	<b>8,058</b>
<b>流动负债</b>	<b>542</b>	<b>463</b>	<b>589</b>	<b>1,030</b>	<b>1,221</b>
短期借款	0	0	20	40	80
应付及预收	230	237	216	398	438
其他流动负债	312	226	353	592	703
<b>非流动负债</b>	<b>289</b>	<b>225</b>	<b>423</b>	<b>423</b>	<b>423</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	289	225	423	423	423
<b>负债合计</b>	<b>831</b>	<b>689</b>	<b>1,011</b>	<b>1,453</b>	<b>1,643</b>
股本	401	417	417	417	417
资本公积	7,874	9,577	9,577	9,577	9,577
留存收益	-3,373	-4,221	-4,559	-4,388	-3,526
归属母公司股东权益	4,855	5,650	5,303	5,473	6,335
少数股东权益	85	80	80	80	80
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,771</b>	<b>6,418</b>	<b>6,394</b>	<b>7,006</b>	<b>8,058</b>

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>729</b>	<b>709</b>	<b>1,136</b>	<b>3,507</b>	<b>5,942</b>
营业成本	250	219	394	1,211	1,997
营业税金及附加	3	4	7	18	30
销售费用	83	82	68	175	238
管理费用	297	154	295	421	594
研发费用	1,523	1,118	909	1,753	2,674
财务费用	-52	-45	-64	-48	-46
资产减值损失	-196	-138	-60	-40	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	91	74	68	70	89
<b>营业利润</b>	<b>-1,324</b>	<b>-876</b>	<b>-438</b>	<b>170</b>	<b>812</b>
营业外收支	2	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>-1,323</b>	<b>-875</b>	<b>-438</b>	<b>170</b>	<b>812</b>
所得税	2	3	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>-1,325</b>	<b>-878</b>	<b>-438</b>	<b>170</b>	<b>812</b>
少数股东损益	-68	-30	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-1,256</b>	<b>-848</b>	<b>-438</b>	<b>170</b>	<b>812</b>
EBITDA	-1,096	-652	-246	398	1,084
EPS (元)	-3.14	-2.07	-1.05	0.41	1.95

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-1,330</b>	<b>-596</b>	<b>-1,372</b>	<b>54</b>	<b>245</b>
净利润	-1,325	-878	-438	170	812
折旧摊销	367	330	256	276	318
营运资金变动	-598	-249	-1,212	-376	-828
其它	226	201	23	-17	-56
<b>投资活动现金流</b>	<b>777</b>	<b>425</b>	<b>-319</b>	<b>-192</b>	<b>-243</b>
资本支出	-284	-100	-230	-250	-320
投资变动	1,591	-85	-9	-9	-9
其他	-530	610	-80	67	86
<b>筹资活动现金流</b>	<b>99</b>	<b>1,657</b>	<b>293</b>	<b>18</b>	<b>37</b>
银行借款	0	0	20	20	40
股权融资	221	1,804	1	0	0
其他	-123	-147	272	-2	-3
<b>现金净增加额</b>	<b>-454</b>	<b>1,486</b>	<b>-1,397</b>	<b>-120</b>	<b>39</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>2,921</b>	<b>2,467</b>	<b>3,954</b>	<b>2,556</b>	<b>2,436</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>2,467</b>	<b>3,954</b>	<b>2,556</b>	<b>2,436</b>	<b>2,476</b>

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	1.1%	-2.7%	60.1%	208.7%	69.5%
营业利润增长	-	-	-	-	-376.8%
归母净利润增长	-	-	-	-	-376.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	65.8%	69.2%	65.3%	65.5%	66.4%
净利率	-181.7%	-123.8%	-38.5%	4.9%	13.7%
ROE	-25.9%	-15.0%	-8.3%	3.1%	12.8%
ROIC	-29.0%	-17.1%	-9.1%	2.1%	11.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	14.4%	10.7%	15.8%	20.7%	20.4%
净负债比率	16.8%	12.0%	18.8%	26.2%	25.6%
流动比率	7.85	12.19	9.16	5.84	5.74
速动比率	7.22	11.57	7.21	4.70	4.57
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.13	0.11	0.18	0.50	0.74
应收账款周转率	0.95	1.10	1.52	3.07	3.67
存货周转率	2.54	7.14	1.11	3.67	5.53
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	-3.14	-2.07	-1.05	0.41	1.95
每股经营现金流	-3.32	-1.43	-3.29	0.13	0.59
每股净资产	12.11	13.56	12.70	13.11	15.18
<b>估值比率</b>					
P/E	-	-	-1,701.05	356.80	
P/B	4.50	9.95	54.63	52.93	45.73
EV/EBITDA	-	-	-	722.30	265.24

## 广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理。2010年就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 吴祖鹏：资深分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 李婉云：资深分析师，西南财经大学金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 周源：资深分析师，慕尼黑工业大学硕士，2021年加入广发证券，曾任职于TUMCREATE自动驾驶科技公司，负责大数据相关工作。
- 王钰翔：研究员，哥伦比亚大学运筹学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 戴亚敏：研究员，北京大学金融硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。