

中科星图 (688568.SH)

年报收入维持较高增速，向天补强、向空发展

核心观点:

- **事件:** 公司公告 2024 年年报。2024 年全年实现营业收入 32.57 亿元，同比增长 29.49%；实现归母净利润 3.52 亿元，同比增长 2.67%；实现扣非归母净利润 2.40 亿元，同比增长 4.03%。
- **点评:** 全年收入维持较高增速增长，向天补强、向空发展战略加速，低空云及商业航天全产业链布局拓增长极。公司 24 年全年实现营收 32.57 亿元，同比增长 29.49%。分下游应用领域看，特种类、政府业务、气象海洋类、航天测运控、企业业务、线上业务、其他类分别实现营业收入 10.03、9.56、5.63、2.88、2.56、1.03、0.88 亿元，分别同比增长 19.92%、28.91%、47.36%、25.90%、10.90%、395.44%、17.59%。报告期内，公司布局低空领域新战略，强化“以天强空、以算制空”低空能力。据公司 24 年年报，公司按照“以天强空、以算制空”低空能力建设的总体规划，基于自身在卫星数据汇聚处理与地球超级计算方面的特有优势，依托空天信息多圈层数据供给能力和星图云算力支撑，制定了“1+2+N+M”低空战略。公司向商业航天全产业链拓展。公司研判市场发展趋势，立足自身优势，制定了商业航天全产业链发展战略，巩固提升下游卫星应用能力，做优做强中游卫星测运控，积极布局上游卫星星座运营，推动公司从产业链中下游向中上游拓展。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 25-27 年 EPS 分别为 0.87、1.26、1.84 元/股，考虑公司技术实力、业务协同性及新市场拓展以及较高增长潜力，结合可比公司估值，认为适合给予公司 25 年 80 倍 PE 估值，对应合理价值 69.95 元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示:** 技术迭代、业绩季节波动、业务整合、宏观风险等。

盈利预测:

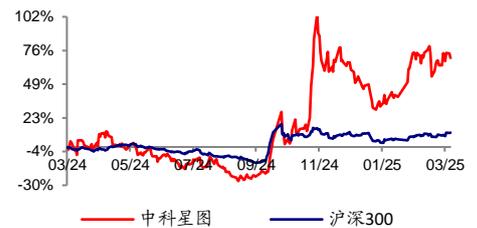
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2516	3257	4527	6355	9045
增长率 (%)	59.5%	29.5%	39.0%	40.4%	42.3%
EBITDA (百万元)	556	694	1273	1721	2308
归母净利润 (百万元)	343	352	475	687	1002
增长率 (%)	41.1%	2.7%	35.1%	44.6%	45.8%
EPS (元/股)	0.63	0.65	0.87	1.26	1.84
市盈率 (P/E)	77.87	78.51	68.34	47.25	32.40
ROE (%)	9.6%	9.2%	11.2%	14.0%	16.9%
EV/EBITDA	29.88	39.52	25.11	18.23	13.47

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	59.76 元
合理价值	69.95 元
前次评级	增持
报告日期	2025-03-18

相对市场表现



分析师:



孟祥杰

SAC 执证号: S0260521040002

SFC CE No. BRF275



010-59136693



mengxiangjie@gf.com.cn

分析师:



刘雪峰

SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师:



吴坤其

SAC 执证号: S0260522120001

SFC CE No. BRT139



010-59133689



wukunqi@gf.com.cn

分析师:



邱净博

SAC 执证号: S0260522120005

010-59136685



qiuqingbo@gf.com.cn

请注意, 邱净博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:

中科星图 (688568.SH) :Q3 2024-11-05

业绩稳健增长, 空天信息产

业布局协同发展潜力大

一、业绩点评

事件：公司公告2024年年报。2024年全年实现营业收入32.57亿元，同比增长29.49%；实现归母净利润3.52亿元，同比增长2.67%；实现扣非归母净利润2.40亿元，同比增长4.03%。

点评：全年收入维持较高增速增长，向天补强、向空发展战略加速，低空云及商业航天全产业链布局拓增长极。

公司24年全年实现营收32.57亿元，同比增长29.49%。分下游应用领域看，特种类、政府业务、气象海洋类、航天测运控、企业业务、线上业务、其他类分别实现收入10.03、9.56、5.63、2.88、2.56、1.03、0.88亿元，分别同比增长19.92%、28.91%、47.36%、25.90%、10.90%、395.44%、17.59%。毛利率方面，公司24年全年实现毛利率为49.59%，同比增长1.26个百分点；特种类、政府业务、气象海洋类、航天测运控、企业业务、线上业务、其他类全年毛利率分别为50.88%、44.19%、56.04%、52.80%、37.61%、76.80%、44.72%，分别同比变化+12.22、-4.76、-1.05、+0.64、-21.32、-9.38、-6.02百分点。

公司全年实现归母净利润3.52亿元，同比增长2.67%，归母净利润增速慢于营收增速，主要系：（1）回款进度未达预期：部分项目因客户资金安排延迟，回款周期延长等原因，导致公司经营性现金流阶段性承压。为保障公司业务正常运营，公司适度增加短期借款规模，导致财务费用同比增加；受客户回款延迟影响，导致对应收账款计提的信用减值损失同比上升；（2）固定支出有所增长：随着业务拓展及团队扩容，公司在固定资产投入、研发及办公场地租赁等方面成本相应增加，一定程度上压缩了公司利润空间。

公司布局低空领域新战略，强化“以天强空、以算制空”低空能力。据公司24年年报，公司按照“以天强空、以算制空”低空能力建设的总体规划，基于自身在卫星数据汇聚处理与地球超级计算方面的特有优势，依托空天信息多圈层数据供给能力和星图云算力支撑，制定了“1+2+N+M”低空战略，即构建一朵“星图低空云”，建设两个低空试验场，打造N个区域示范，挖掘M个行业场景，加速低空应用规模化拓展。报告期内，公司针对大规模高密度飞行的安全、效率和成本问题，攻克了低空空域数字化构建技术、基于超算的大规模飞行器低空安全实时计算技术，并于2025年1月发布了星图低空云V1.0，完成了数字空域构建、空域管理、飞行服务等典型业务流程验证，与合肥市、青岛市开展了低空试验场共建，并与15家单位进行了战略合作签约，拓展低空经济新领域、新场景。

公司向商业航天全产业链拓展。公司研判市场发展趋势，立足自身优势，制定了商业航天全产业链发展战略，巩固提升下游卫星应用能力，做优做强中游卫星测运控，积极布局上游卫星星座运营，推动公司从产业链中下游向中上游拓展。通过“向天补强”战略实施，加大了卫星数据处理、天基测运控、商业航天综合电子系统等方面的技术研发创新；加强了气象、测控、特种等领域天地一体综合解决方案能力；发展了商业航天测控服务中心及站网建设；研究制定了气象、电磁等星座未

来规划等，助力公司业务战略迈向更高质量。同时，报告期内，通过投资收购产业链上游卫星火箭关键器部件企业，加强了航空航天综合电子系统制造能力。2024年12月，公司获批卫星互联与控制技术北京市重点实验室，进一步夯实和支持了公司在天基测运控领域的研发工作基础。

二、盈利预测和投资建议

核心投资逻辑：（1）**业务布局**，以GEOVIS数字地球系列软件为核心，专注空天信息产业应用，拓展特种领域、气象应急、智慧政府、低空经济等应用。（2）**供给侧**，航天建设提速降低数据获取成本，AI大模型赋能降低数据处理成本，“左手数据”具备低成本数据获取能力、“右手算力”加持拓展应用场景。（3）**需求侧**，信息化建设持续推动特种领域需求，“天临空地海”一体化布局实现多圈层观测体系覆盖，催化To G/B/C等多维度市场，推出对标Google Earth线上云服务实现商业变现，加大布局低空经济、商业航天等新增量市场。

当前，受益于数字地球应用场景的扩大，以及公司积极拓展下游需求，并且公司积极布局低空经济、商业航天全产业链市场，我们看好公司凭借技术水平或率先受益，我们预计2025-27年公司合并口径营业收入分别达45.27/63.55/90.45亿元，分别同比增长39%/40%/42%，预计未来三年整体毛利率分别为50.7%/51.3%/51.5%。

具体来看：

（1）**特种领域方面**，公司深耕特种领域，打造GEOVIS交付系统，考虑信息化建设需求，以及公司新产品的拓展，预计2025-27年该业务营收分别同比增长30%/30%/30%，考虑产品技术的进一步研发改进及软硬件产品交付结构优化，预计2025-27年该业务毛利率分别为51%/51%/51%。

（2）**智慧政府方面**，公司基于云计算的海量实时数据处理技术、基于北斗网格码的数据共享和时空数据分析等关键技术，为政府治理和新型智慧城市建设提供时空底座支撑和智慧决策支持，同时公司正积极拓展公司产品在低空经济领域的应用，预计2025-27年该业务营收分别同比增长40%/45%/50% 考虑未来城市建设需求放量、政策支持以及规模效应等，预计毛利率企稳，预计2025-27年该业务毛利率分别为44%/44%/44%。

（3）**航天测控方面**，考虑全球太空资产建设投入增加，商业航天需求持续拉动，对太空资产的安全运行效率要求提升，以及子公司星图测控在商业航天全产业链布局，预计2025-27年该业务营收分别同比增长30%/40%/50%，考虑后续规模化建设等，预计2025-27年该业务毛利率分别为53%/53%/53%。

（3）**气象生态方面**，气象监测精确度需求提升，同时考虑人工智能及数据要素赋能对生成式内容的需求提升预期，同时公司积极拓展其在低空经济等领域的应用，预计2025-27年该业务营收分别同比增长40%/45%/50%，预计2025-27年该业务毛利率分别为56%/56%/56%。

（4）**企业能源方面**，公司企业客户处于拓展阶段、业绩基数较小，考虑企业客户对于资产安全、贷后管理等需求提升，以及公司加大相关销售渠道拓展，预计2025-27年该业务营收分别同比增长20%/20%/20%，预计2025-27年该业务毛利率分别为

38%/38%/38%。

(5) **线上业务方面**，公司布局线上业务，考虑目前业绩基数较小，预计在公司不断拓展需求场景、丰富数据供给等背景下，用户量及客单价有望稳步提升，预计2025-27年该业务营收分别同比增长200%/80%/50%，预计2025-27年该业务毛利率分别为77%/77%/77%。

(6) **费用率方面**，结合公司营收增长情况及相关市场的开拓与业务整合，预计2025-27年公司销售管理费用率分别16.6%/16.6%/16.6%。

表 1: 公司分业务预测 (单位: 亿元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
特种领域					
收入	8.36	10.03	13.04	16.95	22.03
增长率 (%)	33.25%	30.79%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	5.13	4.93	6.40	8.33	10.82
毛利	3.23	5.10	6.63	8.62	11.21
毛利率 (%)	38.66%	50.88%	50.88%	50.88%	50.88%
智慧政府					
收入	7.42	9.56	13.39	19.41	29.12
增长率 (%)	106.87%	28.91%	40.00%	45.00%	50.00%
成本	3.79	5.34	7.47	10.83	16.25
毛利	3.63	4.23	5.92	8.58	12.87
毛利率 (%)	48.95%	44.19%	44.19%	44.19%	44.19%
航天测运控					
收入	2.29	2.88	3.75	5.25	7.87
增长率 (%)	61.08%	25.90%	30.00%	40.00%	50.00%
成本	1.10	1.36	1.77	2.48	3.72
毛利	1.19	1.52	1.98	2.77	4.16
毛利率 (%)	52.16%	52.80%	52.80%	52.80%	52.80%
气象生态					
收入	3.82	5.63	7.88	11.42	17.13
增长率 (%)	101.58%	47.36%	40.00%	45.00%	50.00%
成本	1.64	2.47	3.46	5.02	7.53
毛利	2.18	3.15	4.41	6.40	9.60
毛利率 (%)	57.09%	56.04%	56.04%	56.04%	56.04%
企业能源					
收入	2.31	2.56	3.07	3.68	4.42
增长率 (%)	111.74%	10.90%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	0.95	1.60	1.91	2.30	2.76
毛利	1.36	0.96	1.15	1.39	1.66
毛利率 (%)	58.93%	37.61%	37.61%	37.61%	37.61%

其他					
收入	0.75	0.88	1.06	1.27	1.53
增长率 (%)	37.61%	17.59%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	0.37	0.49	0.59	0.70	0.85
毛利	0.38	0.40	0.47	0.57	0.68
毛利率 (%)	50.74%	44.72%	44.72%	44.72%	44.72%
线上业务					
收入	0.21	1.03	3.09	5.57	8.35
增长率 (%)		395.44%	200.00%	80.00%	50.00%
成本	0.03	0.24	0.72	1.29	1.94
毛利	0.18	0.79	2.37	4.27	6.41
毛利率 (%)	86.18%	76.80%	76.80%	76.80%	76.80%
合计					
收入	25.16	32.57	45.27	63.55	90.45
增长率 (%)	59.54%	29.49%	38.99%	40.38%	42.33%
成本	13.00	16.42	22.33	30.95	43.86
毛利	12.16	16.15	22.95	32.60	46.59
毛利率 (%)	48.33%	49.59%	50.69%	51.30%	51.51%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

综上, 预计2025-2027年, 中科星图收入分别为45.27/63.55/90.45亿元, 分别同比增长39%/40%/42%; 归母净利润4.75/6.87/10.02亿元, 同比增长35%/45%/46%, 对应25/26/27年EPS分别为0.87/1.26/1.84元/股。

投资建议: 在数字地球领域, 主要可比公司包括超图软件、航天宏图等。中科星图深耕特种领域, 拓展政府、企业客户, 已具备触达C端能力; 超图软件主要从事地理信息系统软件的研究、开发、推广和服务, 其商业模式为通过与各行业应用开发商进行合作, 为政府和大型企业等最终客户提供解决方案; 航天宏图在遥感卫星应用领域覆盖下游多市场。各家公司优势领域存在一定差异, 短期内, 公司主要下游领域竞争格局较为稳定, 高可靠产品需求及附加值提升空间向好。同时, 公司基于数字地球卡位优势, 正加大在低空经济、商业航天全产业链布局。在低空经济互联网方面, 公司推出产品低空云, 在智联网上与莱斯信息等具有一定可比性, 但公司相对优势或突出, 如公司在数字地球、数据优势、算力优势等能力突出。综上, 考虑公司技术实力、业务协同性及新市场拓展以及较高增长潜力, 结合可比公司估值, 认为适合给予公司25年80倍PE估值, 对应合理价值69.95元/股, 维持“增持”评级。

表 2: 可比公司估值分析

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE 估值水平		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
超图软件	300036.SZ	从事地理信息系统软件的研究、开发、推广和服务,是我国 GIS 行业最具技术实力的企业	97.22	152	107	187	68	82	47
航天宏图	688066.SH	卫星导航定位(GNSS)领域最早、技术储备最深厚、产业布局最完备的公司之一,是中国仅有的实现了全产业链布局的企业	60.56	-374	-1432	171	-	-	32
莱斯信息	688631.SH	公司作为民用指挥信息系统整体解决方案提供商,在民航空中交通管理领域,公司以空中交通管理指挥控制技术为核心,面向民航局、空管局及其下属机构,机场集团及其下属公司等用户	167.15	132	130	197	44	110	87

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (注: 2024-2025 年各公司数据均为 Wind 一致预测数据, 市值选取 2025/3/18 日收盘; 莱斯信息、航天宏图 2024 年为实际值)

三、风险提示

(一) 技术迭代进展不及预期

公司主要产品基于对于空天大数据的处理与应用,对于人工智能、机器学习、建模等多项先进技术,且随下游需求逐步丰富,对于技术迭代的速度和质量都提出进一步要求。若公司技术研发进展不及预期,可能对公司技术开发成本、市场份额拓展等造成一定风险。

(二) 经营业绩季节性波动的风险

受客户结构、业务特点等因素的影响,公司营业收入具有季节性特征,收入集中在下半年尤其是第四季度,但员工工资、研发费用、固定资产折旧等各项费用在年度内发生则相对均衡,公司经营业绩存在季节性波动风险。如果公司主要客户的财务经营状况发生重大不利变化,将加大本公司坏账损失的风险,进而对公司财务状况产生不利影响。

（三）业务整合和规模扩大带来的集团化管理风险

公司总体经营规模进一步扩大，公司在战略规划、组织机构、内部控制、运营管理、财务管理等方面提出更高的要求。如果公司管理层不能持续有效地提升管理能力、优化管理体系，将导致公司管理体系不能完全适应公司业务规模的快速发展，对公司未来的经营和持续盈利能力造成不利影响。

（四）宏观环境风险

公司所处行业与国家宏观经济政策以及产业政策有着密切联系，国民经济发展的周期波动、国家行业发展方向等方面政策变化可能对公司的生产经营造成影响。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,618	5,835	6,322	8,243	9,676
货币资金	1,636	1,292	1,481	2,045	2,316
应收及预付	1,936	3,070	3,017	3,606	4,350
存货	391	695	763	1,149	1,334
其他流动资产	656	777	1,061	1,443	1,675
非流动资产	1,411	2,455	2,944	3,465	3,983
长期股权投资	217	209	287	322	379
固定资产	160	199	237	272	295
在建工程	12	127	103	90	84
无形资产	243	325	411	496	581
其他长期资产	780	1,594	1,906	2,286	2,645
资产总计	6,029	8,289	9,266	11,708	13,659
流动负债	1,997	3,464	3,812	5,228	5,684
短期借款	235	835	805	785	775
应付及预收	1,244	1,898	2,009	3,100	3,018
其他流动负债	518	731	998	1,342	1,891
非流动负债	126	229	229	229	229
长期借款	0	9	9	9	9
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	126	220	220	220	220
负债合计	2,123	3,693	4,041	5,457	5,913
股本	366	543	543	543	543
资本公积	2,282	2,078	1,999	1,999	1,999
留存收益	936	1,218	1,693	2,380	3,382
归属母公司股东权益	3,564	3,840	4,235	4,922	5,924
少数股东权益	342	756	990	1,329	1,822
负债和股东权益	6,029	8,289	9,266	11,708	13,659

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2516	3257	4527	6355	9045
营业成本	1300	1642	2233	3095	4386
营业税金及附加	14	22	32	44	63
销售费用	187	246	344	483	687
管理费用	201	302	407	572	814
研发费用	373	488	724	1017	1447
财务费用	-35	1	23	19	20
资产减值损失	-29	-8	-30	-35	-40
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
投资净收益	-18	-8	9	0	0
营业利润	443	515	711	1055	1559
营业外收支	83	36	35	25	15
利润总额	526	551	746	1080	1574
所得税	44	25	37	54	79
净利润	482	526	709	1026	1496
少数股东损益	139	174	234	338	494
归属母公司净利润	343	352	475	687	1002
EBITDA	556	694	1273	1721	2308
EPS (元)	0.63	0.65	0.87	1.26	1.84

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	125	-81	971	1,353	1,099
净利润	482	526	709	1,026	1,496
折旧摊销	104	162	182	223	270
营运资金变动	-572	-903	-111	-136	-936
其它	110	135	191	241	269
投资活动现金流	-687	-942	-635	-733	-782
资本支出	-376	-457	-566	-690	-710
投资变动	-299	-277	-78	-43	-72
其他	-12	-209	9	0	0
筹资活动现金流	245	647	-147	-56	-46
银行借款	226	610	-30	-20	-10
股权融资	79	277	-80	0	0
其他	-60	-240	-37	-36	-36
现金净增加额	-316	-376	188	564	271
期初现金余额	1,935	1,618	1,242	1,430	1,994
期末现金余额	1,618	1,242	1,430	1,994	2,266

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	59.5%	29.5%	39.0%	40.4%	42.3%
营业利润	54.9%	16.3%	38.1%	48.2%	47.9%
归母净利润	41.1%	2.7%	35.1%	44.6%	45.8%
获利能力					
毛利率	48.3%	49.6%	50.7%	51.3%	51.5%
净利率	19.2%	16.1%	15.7%	16.1%	16.5%
ROE	9.6%	9.2%	11.2%	14.0%	16.9%
ROIC	9.9%	9.1%	16.8%	19.8%	22.3%
偿债能力					
资产负债率	35.2%	44.6%	43.6%	46.6%	43.3%
净负债比率	54.4%	80.4%	77.3%	87.3%	76.3%
流动比率	2.31	1.68	1.66	1.58	1.70
速动比率	1.82	1.23	1.13	1.06	1.12
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.39	0.49	0.54	0.66
应收账款周转率	1.41	1.18	1.65	1.94	2.33
存货周转率	6.43	4.68	5.93	5.53	6.78
每股指标 (元)					
每股收益	0.63	0.65	0.87	1.26	1.84
每股经营现金流	0.34	-0.15	1.79	2.49	2.02
每股净资产	9.73	7.07	7.79	9.06	10.90
估值比率					
P/E	77.87	78.51	68.34	47.25	32.40
P/B	5.04	7.22	7.67	6.60	5.48
EV/EBITDA	29.88	39.52	25.11	18.23	13.47

广发军工行业研究小组

- 孟祥杰：首席分析师，清华大学机械工程博士、哈佛大学访问学者，航天科工实业背景，曾任方正证券军工首席分析师，主要从事军工信息化、新材料及军工高端制造领域研究。
- 吴坤其：资深分析师，对外经济贸易大学精算本科、金融学硕士，曾任方正证券军工研究员，主要覆盖军工新材料、军工电子。
- 邱净博：资深分析师，北京航空航天大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 邵艺阳：高级研究员，中国人民大学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 史嘉麒：研究员，南洋理工大学硕士，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，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。