

【广发汽车&海外】敏实集团 (00425.HK)

24 年毛利率、净利率分别同比增长 1.5pct、0.7pct

核心观点:

- 公司 24 年主营业务收入、归母净利润分别同比+12.8%、+21.9%。24 年公司实现主营业务收入 231.5 亿元，同比+12.8%；实现归母净利润 23.2 亿元，同比+21.9%。24H2 公司实现主营业务收入 120.6 亿元，同比+11.9%，环比+8.7%；实现归母净利润 12.5 亿元，同比+23.1%，环比+17.1%。24 年公司国内及海外营收分别为 93.2/138.2 亿元，分别同比-11.7%，+38.7%。公司海外营收增长主要得益于电池盒业务的快速爬坡及传统产品业务的稳健增长。
- 公司 24 年毛利率、净利率、期间费用率分别同比+1.5pct/+0.7pct/-0.1pct。公司 24 年毛利率、净利率、期间费用率分别为 28.9%/10.0%/20.1%，分别同比+1.5pct/+0.7pct/-0.1pct。公司 24 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.5%/7.1%/6.3%/ 2.3%，分别同比+0.7pct/+0.02pct/-0.5pct/-0.3pct。
- 恢复分红，24 年分红率预计为 20.0%。据公司业绩公告，公司董事会已建议就截至 2024 年 12 月 31 日止年度派发每股 0.435 港元的末期股息，合计 5.0 亿港元（相当于人民币 4.6 亿元），对应 24 年度分红率预计为 20.0%。
- 盈利预测与投资建议：公司是全球领先的外饰件及结构件供应商，外饰类业务稳步增长，中长期电池盒业务有望贡献显著增量。我们预计公司 25-27 年 EPS 分别为 2.44/2.99/3.85 元/股。结合行业平均、可比公司估值及看好公司未来发展前景，给予公司 25 年 15 倍 PE，合理价值 39.21 港元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示：行业景气度下降；芯片短缺超预期；竞争超预期等。
- 注：如不做特别说明，货币单位均为人民币。

盈利预测:

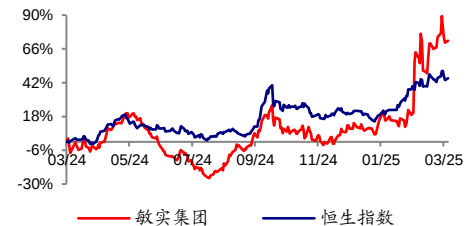
单位: 人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	20,524	23,147	27,309	33,223	40,592
增长率 (%)	18.6	12.8	18.0	21.7	22.2
EBITDA (百万元)	3,869	3,328	5,172	6,008	5,250
归母净利润 (百万元)	1,903	2,319	2,831	3,479	4,469
增长率 (%)	26.8	21.9	22.1	22.9	28.5
EPS (元/股)	1.65	2.02	2.44	2.99	3.85
市盈率 (P/E)	8.89	6.98	8.34	6.79	5.28
ROE (%)	10.4	11.3	12.6	14.2	16.4
EV/EBITDA	5.84	6.72	5.41	4.41	4.86

数据来源：公司港股财报，广发证券发展研究中心 注：港元/人民币汇率=1.07

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	21.80 港元
合理价值	39.21 港元
前次评级	买入
报告日期	2025-03-26

相对市场表现



分析师:

闫俊刚



SAC 执证号: S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

分析师:

张力月



SAC 执证号: S0260524040004



021-38003727



zhangliyue@gf.com.cn

分析师:

纪成炜



SAC 执证号: S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594



jichengwei@gf.com.cn

请注意，闫俊刚、张力月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:

【广发汽车&海外】敏实集团 2024-10-08

(00425.HK):三重逻辑驱动

下的深蹲起跳

【广发海外】敏实集团 2024-08-26

(00425.HK):24 年上半年

毛利率、净利率分别同比

+2.2pct/+0.5pct

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、公司 24 年主营业务收入、归母净利润分别同比+12.8%、+21.9%.....	4
二、公司 24 年毛利率、净利率、期间费用率分别同比+1.5PCT/+0.7PCT/-0.1PCT	5
三、恢复分红，24 年分红率预计为 20.0%.....	7
四、盈利预测与投资建议.....	7
五、风险提示	9

图表索引

图 1: 公司半年度主营收入（百万元）及同比增速.....	4
图 2: 公司半年度归母净利润（百万元）及同比增速.....	4
图 3: 公司半年度国内及海外营收（百万元）及同比增速.....	4
图 4: 公司半年度毛利率、净利率及期间费用率.....	5
图 5: 公司半年度销售、管理、研发及财务费用率.....	5
图 6: 公司主要产品半年度营收占比	6
图 7: 公司主要产品半年度毛利率水平	6
图 8: 公司分红率.....	7
图 9: SW 汽车零部件 PE-TTM	9

表 1: 可比公司估值	9
-------------------	---

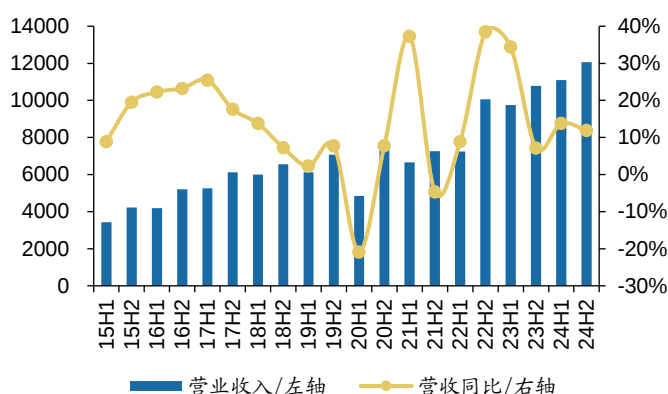
一、公司 24 年主营业务收入、归母净利润分别同比 +12.8%、+21.9%

据公司年报业绩公告，24年公司实现主营业务收入231.5亿元，同比+12.8%；实现归母净利润23.2亿元，同比+21.9%。其中，24H2公司实现主营业务收入120.6亿元，同比+11.9%，环比+8.7%；实现归母净利润12.5亿元，同比+23.1%，环比+17.1%。

分地区来看，24年公司国内及海外营收分别为93.2/138.2亿元，分别同比-11.7%、+38.7%。其中，24H2公司国内及海外营收分别为48.0/72.6亿元，分别同比-24.4%、+63.8%，分别环比+6.0%、+10.6%。公司海外营收增长主要得益于电池盒业务的快速爬坡及传统产品业务的稳健增长。

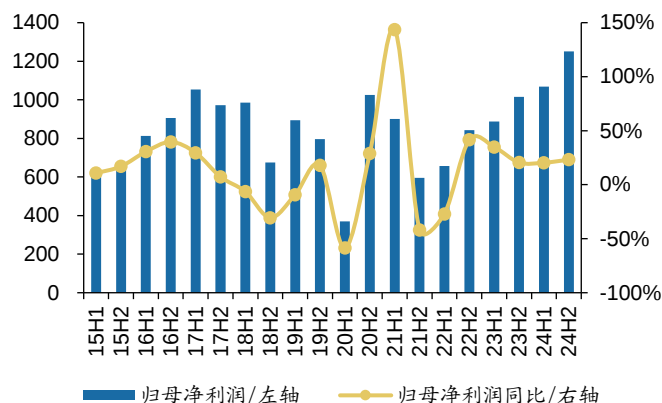
注：如不做特别说明，货币单位均为人民币。

图 1：公司半年度主营收入（百万元）及同比增速



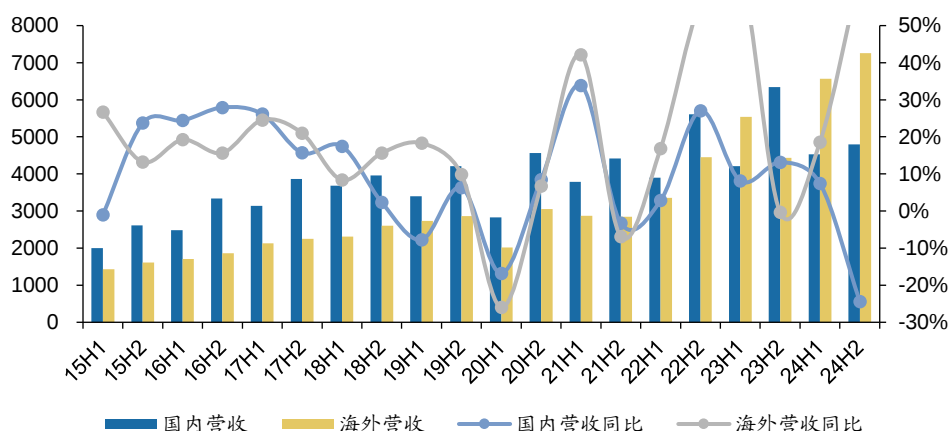
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：公司半年度归母净利润（百万元）及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3：公司半年度国内及海外营收（百万元）及同比增速



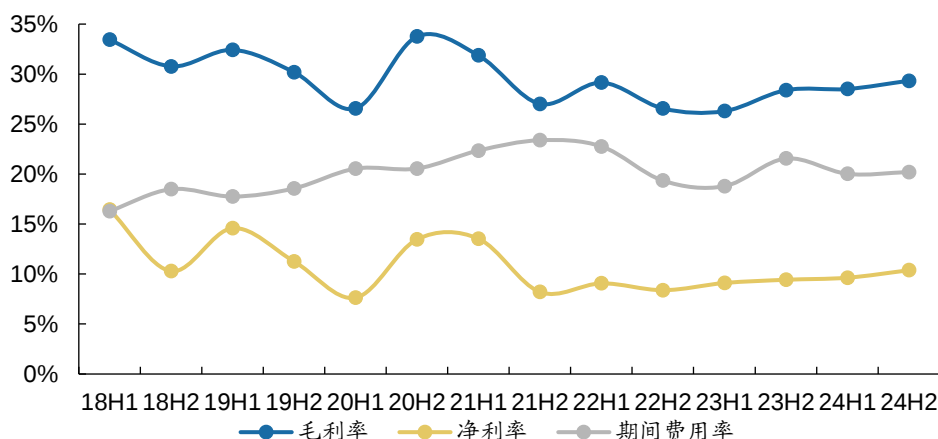
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、公司 24 年毛利率、净利率、期间费用率分别同比 +1.5pct/+0.7pct/-0.1pct

公司24年毛利率、净利率、期间费用率分别为28.9%/10.0%/20.1%，分别同比+1.5pct/+0.7pct/-0.1pct。其中，公司24H2毛利率、净利率、期间费用率分别为29.3%/10.4%/20.2%，分别同比+0.9pct/+0.9pct/-1.3pct，分别环比+0.8pct/+0.7pct/+0.2pct。公司毛利率的显著增长主要由于营收增长带来的规模效应、电池盒产品线产能利用率持续提升以及各产线的降本增效措施。

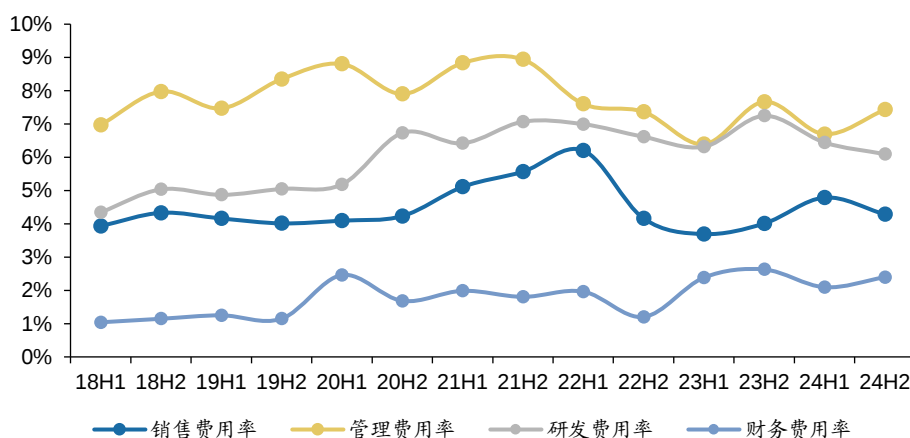
费用率方面，公司24年销售/管理/研发/财务费用率分别为4.5%/7.1%/6.3%/2.3%，分别同比+0.7pct/+0.02pct/-0.5pct/-0.3pct。其中，公司24H2销售/管理/研发/财务费用率分别为4.3%/7.4%/6.1%/2.4%，分别同比+0.3pct/-0.2pct/-1.2pct/-0.2pct，分别环比-0.5pct/+0.7pct/-0.3pct/+0.3pct。

图 4：公司半年度毛利率、净利率及期间费用率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 5：公司半年度销售、管理、研发及财务费用率

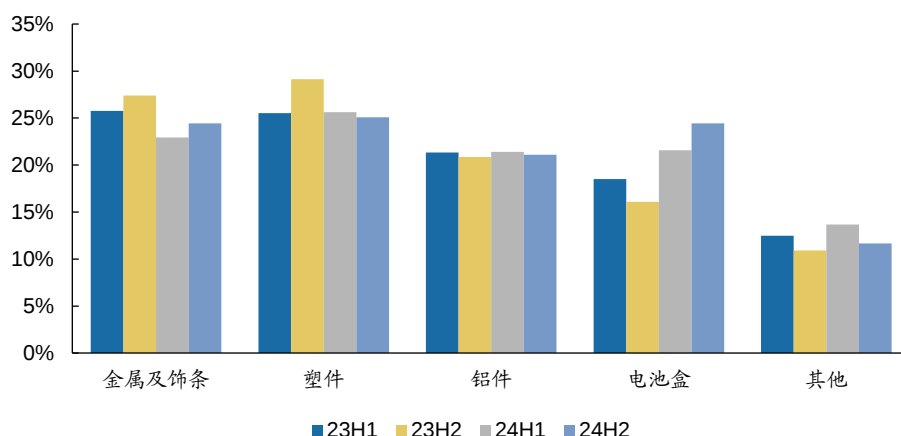


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

据年报业绩公告，24H2公司四大产品线金属及饰条、塑件、铝件及电池盒营收占比分别为24.4%/25.1%/21.1%/24.4%，分别同比-3.0pct/-4.1pct/+0.2pct/+8.4pct，分别环比+1.5pct/-0.6pct/-0.3pct/+2.9pct。

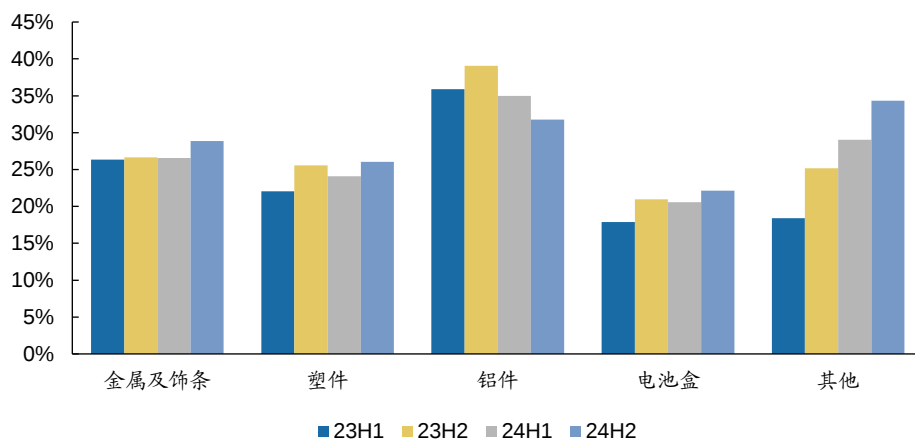
毛利率方面，公司金属及饰条、塑件、铝件及电池盒毛利率24H2分别为28.9%/26.0%/31.8%/22.1%，分别同比+2.2pct/+0.5pct/-7.3pct/+1.2pct，分别环比+2.3pct/+2.0pct/-3.2pct/+1.5pct。

图 6：公司主要产品半年度营收占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 7：公司主要产品半年度毛利率水平

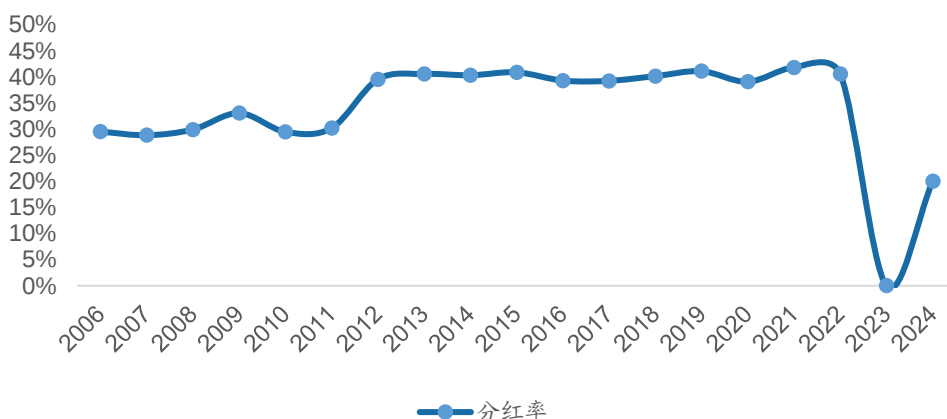


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

三、恢复分红，24 年分红率预计为 20.0%

据公司业绩公告，公司董事会已建议就截至2024年12月31日止年度派发每股0.435港元的末期股息，合计5.0亿港元（相当于人民币4.6亿元），对应24年度分红率预计为20.0%。

图 8：公司分红率



数据来源：公司业绩公告、公司财报、广发证券发展研究中心

四、盈利预测与投资建议

公司的主要营收业务为电池盒、金属及饰条、塑件、铝件四大产品线，随着欧洲电动化渗透率的提升和公司客户拓展，公司业绩有望保持稳定增长。电池盒业务主要受益于欧洲电动化，我们预计2025-2027年公司电池盒业务营收增速分别为48.5%、51.2%、40.8%，考虑到产能利用率提升，预计公司电池盒毛利率将稳步提升，2025-2027年毛利率预计分别为24.0%、25.3%、26.0%。金属及饰条业务较为稳定，我们预计2025-2027年金属及饰条业务营收增速均为1.0%，毛利率分别为28.8%、29.0%、29.2%。公司塑件业务受益于乘用车行业智能化趋势，单车价值量有所提升，预计2025-2027年营收增速分别为5.0%、8.0%、12.0%，毛利率分别为26.0%、26.5%、26.7%。公司铝件业务受益于乘用车行业轻量化趋势，单车价值量有所提升，预计2025-2027年营收增速分别为13.0%、14.0%、16.0%，毛利率分别为33.4%、33.5%、33.6%。

表 1：公司收入成本拆分

货币单位：百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	17306.4	20523.7	23147.1	27309.0	33223.4	40592.5
YOY	24.3%	18.6%	12.8%	18.0%	21.7%	22.2%
主营业务成本	12522.2	14901.7	16449.1	19306.8	23477.9	28707.6
毛利	4784.2	5622.0	6698.1	8002.2	9745.5	11884.8

毛利率 (%)	27.6%	27.4%	28.9%	29.3%	29.3%	29.3%
电池盒						
收入	2044.1	3536.0	5337.5	7927.8	11990.3	16887.1
YOY	658.3%	73.0%	50.9%	48.5%	51.2%	40.8%
成本	1660.0	2850.7	4193.6	6025.1	8956.8	12496.5
毛利	384.1	685.3	1143.9	1902.7	3033.6	4390.7
毛利率 (%)	18.8%	19.4%	21.4%	24.0%	25.3%	26.0%
金属及饰条						
收入	5313.5	5463.7	5488.1	5543.0	5598.5	5654.4
YOY	6.9%	2.8%	0.4%	1.0%	1.0%	1.0%
成本	3918.3	4016.3	3962.6	3946.6	3974.9	4003.3
毛利	1395.2	1447.4	1525.6	1596.4	1623.6	1651.1
毛利率 (%)	26.3%	26.5%	27.8%	28.8%	29.0%	29.2%
塑件						
收入	4783.0	5625.6	5865.2	6158.4	6651.1	7449.3
YOY	14.4%	17.6%	4.3%	5.0%	8.0%	12.0%
成本	3626.0	4274.3	4393.1	4557.2	4888.6	5460.3
毛利	1157.0	1351.2	1472.1	1601.2	1762.5	1989.0
毛利率 (%)	24.2%	24.0%	25.1%	26.0%	26.5%	26.7%
铝件						
收入	3789.4	4328.1	4917.2	5556.4	6334.3	7347.8
YOY	14.6%	14.2%	13.6%	13.0%	14.0%	16.0%
成本	2502.7	2703.4	3278.6	3700.6	4212.3	4878.9
毛利	1286.7	1624.7	1638.6	1855.8	2122.0	2468.9
毛利率 (%)	34.0%	37.5%	33.3%	33.4%	33.5%	33.6%
其他						
收入	2337.8	2389.9	2921.2	3505.4	4031.2	4635.9
YOY	23.8%	2.2%	22.2%	20.0%	15.0%	15.0%
成本	1823.0	1870.8	1998.4	2453.8	2821.9	3245.1
毛利	514.8	519.1	922.8	1051.6	1209.4	1390.8
毛利率 (%)	22.0%	21.7%	31.6%	30.0%	30.0%	30.0%
对销						
收入	-961.4	-819.6	-1382.1	-1382.1	-1382.1	-1382.1
YOY	-37.4%	14.7%	-68.6%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	-1007.8	-813.9	-1377.2	-1376.6	-1376.6	-1376.6
毛利	46.4	-5.8	-4.9	-5.5	-5.5	-5.5
毛利率 (%)	-4.8%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

资料来源：公司财报、广发证券发展研究中心

公司是全球领先的外饰件及结构件供应商，外饰类业务稳步增长，中长期电池盒业务有望贡献显著增量。我们预计公司25-27年EPS分别为2.44/2.99/3.85元/股。结合行业平均、可比公司估值及看好公司未来发展前景，给予公司25年15倍PE，合理价值39.21港元/股，维持“买入”评级。

图 9: SW汽车零部件PE-TTM



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 2: 可比公司估值

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元, Wind 一致预期)			PE		
		2025/3/26	2023A	2024A/E	2025E	2023A	2024E	2025E
600660.SH	福耀玻璃	1502.7	56.3	75.0	88.6	26.7	20.0	17.0
601689.SH	拓普集团	1019.8	21.5	29.9	38.1	47.4	34.1	26.7
603305.SH	旭升集团	134.8	7.1	4.5	5.9	18.9	30.0	22.7
002824.SZ	和胜股份	47.8	1.4			33.7		

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 和胜股份无 24、25 年一致预期归母净利润, 福耀 24 年为实际归母净利润, 其余公司尚未公布 24 年归母净利润

五、风险提示

行业景气度下降。受宏观经济、消费环境、通胀预期、重大突发公共卫生事件等多重因素影响，行业景气度存在下行的风险。

芯片短缺超预期。汽车供应链安全等风险依然存在，国内外汽车市场面临诸多不确定性，可能导致整车企业的产销量波动加剧，零部件的配套量也将随之产生波动。

竞争超预期。汽车市场竞争日趋激烈，整车企业竞争带来的降价、回款压力将进一步向配套零部件企业传递，同时，零部件企业还将面临资金安全、产品成本控制、产能效率优化、供应链稳定性等多重压力。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	17,493	17,169	18,662	21,036	23,693	经营活动现金流	3,366	-	5,110	5,495	4,817
现金	4,165	2,441	3,029	3,519	4,497	净利润	1,903	-	2,831	3,479	4,469
应收账款	4,740	5,385	5,917	6,922	7,667	折旧摊销	1,200	-	73	89	115
存货	3,982	4,641	4,559	4,565	4,785	少数股东权益	61	-	1,732	1,751	20
其他	4,606	4,702	5,158	6,031	6,743	营运资金变动及其他	202	-	474	176	213
非流动资产	20,054	21,590	21,994	22,383	24,301	投资活动现金流	-2,000	-	-2,112	-2,113	-1,843
固定资产	15,476	15,798	16,088	16,159	17,759	资本支出	-2,500	-	-2,010	-1,820	-1,620
无形资产	293	1,224	1,212	1,211	1,210	其他投资	500	-	-102	-293	-223
租金按金	-	-	-	-	-	筹资活动现金流	-1,111	-	-2,410	-2,892	-1,995
使用权资产	-	-	-	-	-	借款增加	-500	-	-1,000	-1,000	0
其他	4,507	4,567	4,694	5,013	5,332	普通股增加	0	-	0	0	0
资产总计	37,547	38,759	40,656	43,419	47,994	已付股利	-611	-	-1,410	-1,892	-1,995
流动负债	14,117	14,577	14,920	16,006	17,785	其他	0	-	0	0	0
短期借款	5,851	5,894	5,394	4,894	4,894	现金净增加额	417	-	588	490	979
应付账款	4,348	4,854	5,792	7,239	8,692						
其他	3,918	3,829	3,734	3,873	4,199						
非流动负债	4,290	2,923	2,423	1,923	1,923						
长期借款	3,837	2,525	2,025	1,525	1,525						
租赁负债	-	-	-	-	-						
其他	453	398	398	398	398						
负债合计	18,407	17,500	17,343	17,929	19,708						
少数股东权益	821	814	886	976	1,090						
普通股股本	116	116	116	116	116						
留存收益和资本公积	18,524	20,329	22,311	24,398	27,079						
归属母公司股东权益	18,318	20,445	22,427	24,514	27,195						
负债和股东权益	37,547	38,759	40,656	43,419	47,994						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20,636	23,147	27,309	33,223	40,592	成长能力					
营业成本	14,902	16,449	19,307	23,478	28,708	营业收入	18.59%	12.78%	17.98%	21.66%	22.18%
销售费用	792	1,048	1,147	1,379	1,672	归属母公司净利润	26.83%	21.86%	22.07%	22.88%	28.45%
管理费用	1,449	1,638	1,884	2,276	2,760	获利能力					
研发费用	1,397	1,449	1,557	1,861	2,253	毛利率	27.39%	28.94%	29.30%	29.33%	29.28%
财务费用	159	521	12	40	-163	净利率	9.27%	10.02%	10.37%	10.51%	11.10%
						ROE	10.39%	11.34%	12.62%	14.19%	16.43%
营业利润	2,064	2,563	3,414	4,230	5,199	ROIC	7.28%	9.49%	9.48%	11.29%	12.81%
利润总额	2,315	2,807	3,428	4,218	5,392	偿债能力					
所得税	351	431	525	650	809	资产负债率	49.02%	45.15%	42.66%	41.29%	41.06%
净利润	1,964	2,376	2,904	3,568	4,583	净负债比率	28.86%	28.12%	18.83%	11.38%	6.79%
少数股东损益	61	56	73	89	115	流动比率	1.24	1.18	1.25	1.31	1.33
						速动比率	0.81	0.72	0.77	0.83	0.85
归属母公司净利润	1,903	2,319	2,831	3,479	4,469	营运能力					
EBITDA	3,675	3,328	5,172	6,008	5,250	总资产周转率	0.58	0.61	0.69	0.79	0.89
EPS (元)	1.65	2.02	2.44	2.99	3.85	应收账款周转率	4.37	4.57	4.83	5.18	5.56
						应付账款周转率	3.78	3.58	3.63	3.60	3.60
						每股指标 (元)					
						每股收益	1.65	2.02	2.44	2.99	3.85
						每股经营现金	2.90	0.00	4.40	4.73	4.15
						每股净资产	15.76	17.59	19.30	21.10	23.40
						估值比率					
						P/E	8.72	6.98	8.34	6.79	5.28
						P/B	0.91	0.80	1.05	0.96	0.87
						EV/EBITDA	6.06	6.72	5.41	4.41	4.86

广发汽车行业研究小组

闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013 年加入广发证券发展研究中心。

周伟：资深分析师，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

陈飞彤：高级分析师，硕士，毕业于复旦大学，2021 年加入广发证券发展研究中心。

张力月：高级分析师，硕士，毕业于香港中文大学，2021 年加入广发证券发展研究中心。

罗英：高级研究员，同济大学工程硕士，同济大学工学学士，2023 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。