

三未信安 (688489.SH)

业绩符合预期，持续拓宽产品和客户边界

核心观点:

- **重要行业客户和区域市场突破推动收入快速增长。**公司发布 24 年年报，24 年实现营收 4.73 亿元，同比+31.96%；归母净利润 0.42 亿元，同比-37.40%。营收增长系公司在云服务商、电信运营商、能源等重点行业取得显著增长，在公安、工业控制等新市场领域取得明显突破。
- **坚持创新驱动的发展战略，全面布局云密码、抗量子密码及 AI 安全。**公司在包括高性能密码运算、低功耗绿色硬件平台、跨域密码能力服务平台，以及抗量子密码技术、数据安全与隐私保护等多个领域实现了技术突破和升级。已开发出包括新一代密码芯片、全系列抗量子密码产品、隐私计算保护平台和机器学习数据安全平台等系列具有市场竞争力的新产品。公司已在 AI、物联网、车联网、低空经济、可信数据空间等新兴领域推出一系列新产品和解决方案。
- **收购江南天安，持续拓宽公司产品 and 客户边界。**报告期内公司并购江南天安，进一步完善公司密码业务生态体系，深化与江南科友、江南天安的业务协同。公司现已成为目前国内拥有高安全等级（三级）密码产品最多的密码企业，公司在云密码安全领域基本覆盖了市场上主流的头部云厂商客户，进一步巩固自身在云密码安全领域的领先地位。
- **持续推进国际化战略，建立面向全球的云密码服务体系。**报告期内，公司先后成立香港和新加坡子公司，布局拓展海外密码安全市场，积极布局海外云密码服务业务模式，逐步建立面向全球的云密码服务体系。
- **盈利预测与投资建议。**考虑到公司作为商密行业领军公司、积极布局抗量子密码等新兴密码技术，预计公司 25-27 年 EPS 分别为 0.55/0.94/1.38 元/股，给予 25 年 70 倍 PE，合理价值为 38.28 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**芯片等新品研发不及预期；下游客户需求恢复不及预期；行业政策落地不及预期。

盈利预测:

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	359	473	615	759	894
增长率（%）	5.5%	32.0%	30.0%	23.4%	17.8%
EBITDA（百万元）	67	61	111	164	219
归母净利润（百万元）	67	42	63	108	158
增长率（%）	-37.3%	-37.4%	49.0%	71.9%	46.4%
EPS（元/股）	0.59	0.37	0.55	0.94	1.38
市盈率（P/E）	79.60	92.22	61.62	35.85	24.48
ROE（%）	3.5%	2.3%	3.3%	5.5%	7.6%
EV/EBITDA	66.41	52.53	29.19	20.26	15.30

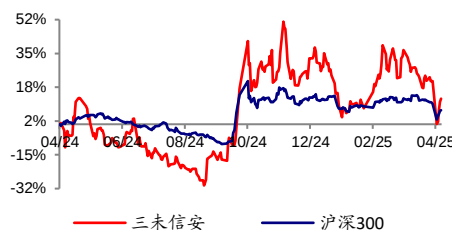
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	33.70 元
合理价值	38.28 元
前次评级	买入
报告日期	2025-04-14

相对市场表现



分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002



SFC CE No. BNX004



021-38003675

分析师:

李婉云



SAC 执证号: S0260522120002



liwanyun@gf.com.cn

请注意，李婉云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:

三未信安 (688489.SH): 业绩略低于预期，收购江南天安拓展业务版图	2024-11-01
三未信安 (688489.SH): 业务扩张期费用增长较快，关注海外市场进展	2024-09-09

目录索引

一、年报分析	4
（一）主要财务数据分析	4
（二）简评	5
二、盈利预测与投资建议	6
（一）盈利预测	6
（二）估值	8
三、风险提示	9
（一）芯片等新品研发不及预期	9
（二）下游客户需求恢复不及预期	9
（三）行业政策落地不及预期	9

图表索引

图 1: 三未信安 PE-BAND (单位: 元)	9
表 1: 年度财务关键数据 (单位: 百万元)	4
表 2: 季度财务关键数据 (单位: 百万元)	5
表 3: 收入拆分	7
表 4: 可比公司估值	8

一、年报分析

- 24全年业绩：**24年营收4.73亿元，同比+31.96%；24年归母净利润0.42亿元，同比-37.40%；24年扣非归母净利润0.16亿元，同比-73.11%。公司24年收入增长主要系核心战略客户采购规模较23年显著提升。公司在云服务商、运营商、能源、交通等领域实现快速增长。另外，公司完成对江南天安的战略并购，有效实现资源整合与协同效应，增厚了公司业绩。
- 24Q4业绩：**24Q4营收2.19亿元，同比+78.56%；24Q4归母净利润0.28亿元，同比+1.37%；24Q4扣非归母净利润0.12亿元，同比-51.72%。

（一）主要财务数据分析

- 分行业看，公司2024年来自金融、能源等关基领域以及运营商、云厂商的收入实现了较快增长：
 - 金融领域收入1.22亿元，同比+23.8%；
 - 政府领域收入6531万元，同比+47.2%；
 - 云厂商收入5724万元，同比+174.1%；
 - 能源领域收入4894万元，同比+67.3%；
 - 运营商收入4893万元，同比+124.9%；
 - 其他行业收入1.31亿元，同比-9.0%。
- 公司24年毛利率为72.20%，较23年下降1.0pct。
- 公司24年销售费用1.5亿元，同比+61.1%，销售费用率31.1%（+0.2pct）；24年管理费用0.5亿元，同比+30.7%，管理费用率10.9%（+0.6pct）；24年研发费用1.3亿元，同比+33.2%，研发费用率27.7%（+0.9pct）；24年财务费用-0.1亿元，同比+51.2%，财务费用率-2.5%（+0.5pct）。
- 公司24年经营现金流净额2179万元，同比-75.0%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为4.38亿元，同比+6.2%；支付给职工以及为职工支付的现金2.4亿元，同比+48.5%。24年合同负债为2138万元，同比+353.4%。

表 1：年度财务关键数据（单位：百万元）

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
营业收入	202.48	270.33	339.76	358.60	473.21
营业成本	53.98	71.32	83.34	96.10	131.55
销售费用	30.31	43.17	53.95	92.23	146.97
管理费用	20.50	23.78	26.74	39.53	51.64
研发费用	37.08	50.46	68.22	98.38	131.02
财务费用	0.12	-0.62	-1.51	-24.24	-11.83
投资净收益	-0.07	0.00	0.00	1.30	7.81
营业利润	59.24	84.66	110.94	68.10	38.51
归母净利润	52.31	74.70	107.21	67.28	42.12
扣非净利润	47.35	72.05	98.80	57.95	15.58
主要比率					

毛利率	73.34%	73.62%	75.47%	73.20%	72.20%
销售费用率	14.97%	15.97%	15.88%	25.72%	31.06%
管理费用率	10.13%	8.80%	7.87%	11.02%	10.91%
研发费用率	18.31%	18.66%	20.08%	27.43%	27.69%
营业利润率	29.26%	31.32%	32.65%	18.99%	8.14%
归母净利率	25.83%	27.63%	31.55%	18.76%	8.90%
YOY					
营业收入	51.36%	33.51%	25.69%	5.54%	31.96%
归母净利润	155.42%	42.81%	43.52%	-37.26%	-37.40%
扣非净利润	163.74%	52.16%	37.12%	-41.36%	-73.11%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 2：季度财务关键数据（单位：百万元）

财报数据（百万元）	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
营业收入	132.63	122.39	49.38	119.95	85.33	218.54
营业成本	34.54	31.44	11.14	28.10	22.80	69.52
销售费用	30.89	30.52	26.39	29.17	32.09	59.33
管理费用	10.05	13.65	11.15	10.69	12.05	17.76
研发费用	32.97	28.64	26.52	26.43	28.26	49.81
财务费用	-6.33	-3.76	-3.07	-2.80	-2.79	-3.17
投资净收益	0.03	0.85	2.05	1.72	2.08	1.96
营业利润	35.25	26.14	-17.66	27.16	-5.43	34.44
归母公司净利润	29.56	27.58	-9.97	23.68	0.45	27.96
扣非净利润	23.80	25.56	-13.00	21.67	-5.44	12.34
主要比率						
毛利率	73.95%	74.31%	77.45%	76.58%	73.28%	68.19%
销售费用率	23.29%	24.93%	53.43%	24.32%	37.60%	27.15%
管理费用率	7.58%	11.15%	22.57%	8.91%	14.12%	8.12%
研发费用率	24.86%	23.40%	53.70%	22.04%	33.12%	22.79%
营业利润率	26.58%	21.36%	-35.75%	22.65%	-6.36%	15.76%
归母净利率	22.29%	22.53%	-20.18%	19.74%	0.53%	12.79%
YoY						
营业收入	70.30%	-27.05%	36.35%	78.06%	-35.66%	78.56%
归母净利润	90.88%	-64.38%	-163.42%	70.05%	-98.47%	1.37%
扣非净利润	54.96%	-65.87%	-171.92%	62.23%	-122.85%	-51.72%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（二）简评

1. 收入稳健增长，持续拓宽产品和客户边界

报告期内，公司收入保持稳健增长，较23年同比增长32%，主要得益于公司深耕相关金融、政府、云厂商等重点行业及收购江南天安。金融、政府、云厂商等重点行业收入均呈增长趋势，其中云厂商、运营商行业同比增长超过100%。

2024 年，公司在金融、医疗、政务等优势行业领域不断渗透和夯实的基础上，在云服务商、电信运营商、能源、交通等重点行业领域取得显著增长，在公安、教育、海关、工业控制等新的市场领域取得明显突破。

全球布局方面，报告期内，公司先后成立香港和新加坡子公司，布局拓展海外密码安全市场，积极布局海外云密码服务业务模式，逐步建立面向全球的云密码服务体系。

2. 坚持“内生发展与外延并购”双轮驱动，收购江南天安加码云密码布局

公司是国内最早布局云计算密码产品的厂商之一。公司的密码服务平台和云密码机等产品在政务云平台广泛应用，并与国内多个云平台厂商及电信运营商合作创新云密码服务模式。

报告期内，公司并购云密码安全厂商江南天安。目前公司在云密码安全领域基本覆盖了市场上主流的头部云厂商客户，进一步巩固自身在云密码安全领域的领先地位。公司现已成为目前国内拥有高安全等级（三级）密码产品最多的密码企业，不仅使公司密码产品的种类得到丰富，密码解决方案的质量得到提升，更通过将自身在密码算法和密码芯片、密码设备、密码系统等全栈的底层硬核密码技术能力，为江南科友、江南天安进行赋能协同，形成更强大的产品和解决方案能力。

3. 积极布局量子密码等新兴密码赛道

随着量子计算的快速发展，抗量子密码技术正加速向标准化、产业化迈进，全球范围内正积极推动算法标准制定与迁移计划，金融、通信等关键领域率先试点抗量子密码技术，抗量子密码正在迎来巨大的产业发展格局。

公司在抗量子密码算法方面投入研发，成果显著。2023年发布了全新产品“抗量子隐私计算一体机”，填补了公司在抗量子密码算法、隐私计算方向的产品空白。2024年9月，公司发布的抗量子密码产品涵盖抗量子密码芯片、抗量子密码板卡、抗量子UKEY、抗量子密码机、抗量子网关、抗量子数字证书认证系统、抗量子密钥管理系统全产业链产品，构建了新一代抗量子密码基础设施，并在通信运营商、能源、金融等领域开展了多项抗量子密码应用试点示范，取得了显著的创新成果和抗量子密码领域的技术领先优势。

此外，公司已在人工智能、物联网、车联网、低空经济、可信数据空间等新兴领域推出一系列新产品和解决方案，持续推进以密码为核心的生态建设。

二、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

1. 收入及毛利率预测

公司先后通过收购江南科友、江南天安快速开拓了银行客户以及云厂商，我们对公司25年收入做出如下预测：

- (1) **金融：**自24年10月权益市场回暖带动金融机构业绩逐渐回升，我们预计该业务25-27年收入分别为1.52/1.86/2.23亿元，同比+25%/+22%/+20%。毛利率方面，随着公司与江南科友和江南天安协同效应进一步显现，预计25年持续提升，因

此预计25-27年毛利率分别为82.3%/82.5%/82.7%。

- (2) **政府**：随着化债持续推进，政府客户需求有望逐渐恢复，我们预计该业务25-27年收入分别为0.82/0.98/1.13亿元，同比+25%/+20%+15%。毛利率方面，25年开始企稳回升，因此预计25-27年毛利率分别为67.0%/68.0%/68.5%。
- (3) **云厂商**：随着企业上云及大模型推理侧算力需求快速增长，预计云厂商资本开支持续提升，因此预计该业务25-27年收入分别为0.97/1.36/1.70亿元，分别同比+70%/+40%/+25%。毛利率方面，由于竞争依然激烈，因此预计25-27年毛利率分别为68.5%/67.5%/67.0%。
- (4) **能源**：随着信创在能源等关基行业持续推进，预计该业务25-27年收入分别为0.73/0.95/1.15亿元，同比+50%/+30%/+20%。毛利率方面，由于该领域仍处于开拓期，因此预计25-27年毛利率分别为66.3%/65.5%/64.5%。
- (5) **运营商**：随着企业上云加速及大模型推理侧落地加速，我们预计该业务25-27年收入分别为0.78/1.10/1.37亿元，同比+60%/+40%/+25%。毛利率方面，随着公司与江南天安协同效应进一步显现，25年预计持续提升，因此预计25-27年毛利率分别为66.0%/66.5%/67.0%。
- (6) **其他**：由于密码下游需求仍处复苏周期，因此预计该业务25-27年收入分别为1.32/1.34/1.37亿元，同比+1%/+1%+2%。毛利率方面，由于竞争依然激烈，因此预计25-27年毛利率分别为66.5%/65.5%/65.0%。

表 3：收入拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）					
金融	98.3	121.7	152.2	185.6	222.8
政府	44.4	65.3	81.6	98.0	112.7
云厂商	20.9	57.2	97.3	136.2	170.3
能源	29.3	48.9	73.4	95.4	114.5
运营商	21.8	48.9	78.3	109.6	137.0
其他	144.0	131.0	132.4	134.2	136.9
营收增速（%）					
金融		23.8%	25%	22%	20%
政府		47.2%	25%	20%	15%
云厂商		174.1%	70%	40%	25%
能源		67.3%	50%	30%	20%
运营商		124.9%	60%	40%	25%
其他		-9.0%	1%	1%	2%
毛利率					
金融	82.2%	82.2%	82.3%	82.5%	82.7%
政府	60.0%	66.8%	67.0%	68.0%	68.5%
云厂商	86.8%	72.7%	68.5%	67.5%	67.0%
能源	76.1%	69.0%	66.3%	65.5%	64.5%
运营商	58.1%	65.7%	66.0%	66.5%	67.0%
其他	70.9%	69.0%	66.5%	65.5%	65.0%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2.期间费用

- (1) **销售费用**：销售费用较上年同比增长**61.13%**，主要系公司引进高水平的销售人才，人才引进导致职工薪酬同比增加；收购江南天安也在一定程度上增加了销售费用。由于公司仍处战略扩张期，因此我们预计25-27年的销售费用分别同比+21%/+15%/+11%，销售费用率分别为29.0%/27.0%/25.5%。
- (2) **管理费用**：管理费用较上年同比增长 **30.65%**，主要系随着公司整体规模的增加，管理费用相应有所增长；收购江南天安也在一定程度上增加了管理费用.随着对收购公司整合持续进行，预计25-27年销售费用分别同比+19%/+11%/+5%，管理费用率分别为10%/9%/8%。
- (3) **研发费用**：研发费用较上年同比增长 **33.17%**，主要系公司高度重视研发，积极引进研发人才，支付的职工薪酬较上期增幅较大；收购江南天安也在一定程度上增加了研发费用。由于公司仍处战略扩张期，因此预计25-27年研发费用分别同比+20%/+16%/+13%，研发费用率分别为25.5%/24.0%/23.0%。

综上，我们预计公司 25-27 年营收分别为 6.15/7.59/8.94 亿元，同比+30%/+23%/+18%；归母净利润分别为0.63/1.08/1.58亿元，同比+49%/+72%/46%。

（二）估值

格尔软件：公司是中国较早研制和推出PKI公钥基础设施产品的厂商，也是国内较早通过国家密码管理局审查、支持SM2算法、省级电子认证服务机构的建设单位。

吉大正元：公司聚焦于商业密码技术与AI技术的深度融合，并以此为基础研发适用于数据安全、物联网、工控安全、信创等领域，服务于政府、央国企及中小企业的产品系列。

国盾量子：公司以量子信息技术的全面产业化为己任，主要从事量子通信、量子计算、量子精密测量产品的研发、生产和销售，并提供相关技术服务，为各类光纤量子保密通信网络以及“星地一体”广域量子保密通信网提供软硬件产品，推动量子保密通信网络和经典通信网络的无缝衔接，为政务、金融、电力等各行业和领域的客户提供量子安全应用解决方案。

表 4：可比公司估值

公司名称	公司代码	业务类型	市值（亿元）	净利润（亿元）			PE估值水平		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
格尔软件	603232.SH	密码公司	30	0.37	0.66	0.99	80.7	45.2	30.2
吉大正元	003029.SZ	密码公司	39	-1.57	0.19	1.33	-	204.4	29.2
国盾量子	688027.SH	量子计算公司	259	-1.24	-0.32	0.26	-	-	994.3

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

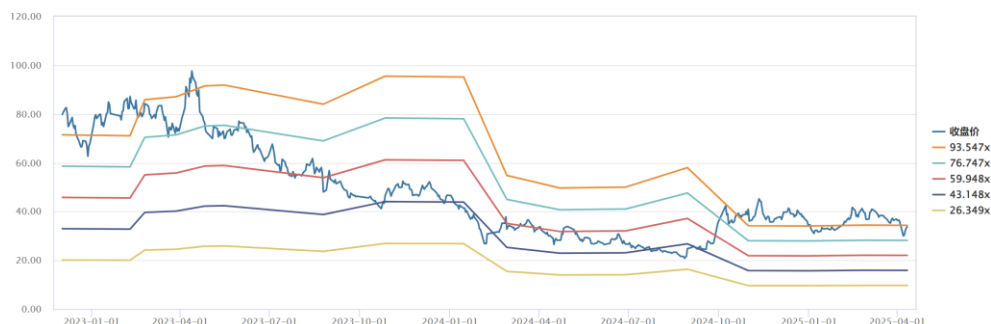
备注：格尔软件、吉大正元、国盾量子盈利预测来自 Wind 一致预测。收盘日期为 2025 年 4 月 11 日

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

考虑到公司作为商密行业领军公司、积极布局抗量子密码等新兴密码技术的同时开始进军海外市场且已取得项目突破，参考可比公司估值和公司历史估值，我们给予公司2025年70倍PE，合理价值为38.28元/股，维持“买入”评级。

图 1：三未信安PE-BAND（单位：元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、风险提示

（一）芯片等新品研发不及预期

目前公司仍然在加大以密码芯片为代表的技术投入，若研发进度不及预期，则有可能影响公司相关产品推出进度，从而影响公司竞争力。

（二）下游客户需求恢复不及预期

宏观经济恢复不佳可能影响客户需求，则将直接导致公司销售不及预期。

（三）行业政策落地不及预期

近年来相关政策持续推动商密行业稳健增长，若后续政策落地不及预期将可能影响下游客户采购需求。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,703	1,517	1,578	1,660	1,765
货币资金	955	754	644	574	542
应收及预付	342	456	557	632	686
存货	48	131	174	212	246
其他流动资产	358	177	204	242	290
非流动资产	377	663	728	806	901
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	103	125	154	179	198
在建工程	3	33	43	58	78
无形资产	54	99	130	158	184
其他长期资产	217	407	401	412	441
资产总计	2,079	2,181	2,306	2,466	2,665
流动负债	113	211	281	346	405
短期借款	6	0	0	0	0
应付及预收	33	77	105	131	154
其他流动负债	74	134	176	215	251
非流动负债	46	62	62	62	62
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	46	62	62	62	62
负债合计	159	273	343	407	467
股本	114	115	115	115	115
资本公积	1,525	1,534	1,534	1,534	1,534
留存收益	263	283	327	402	513
归属母公司股东权益	1,903	1,851	1,895	1,971	2,081
少数股东权益	17	57	68	88	117
负债和股东权益	2,079	2,181	2,306	2,466	2,665

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	359	473	615	759	894
营业成本	97	132	180	224	264
营业税金及附加	4	5	7	9	10
销售费用	91	147	178	205	228
管理费用	40	52	62	68	72
研发费用	98	131	157	182	206
财务费用	-24	-12	-19	-16	-14
资产减值损失	-5	-5	-5	-6	-6
公允价值变动收益	0	5	2	3	4
投资净收益	1	8	6	8	9
营业利润	68	39	64	113	166
营业外收支	0	0	0	1	1
利润总额	68	39	65	113	167
所得税	-8	-11	-10	-15	-20
净利润	76	50	74	128	187
少数股东损益	8	8	12	20	29
归属母公司净利润	67	42	63	108	158
EBITDA	67	61	111	164	219
EPS（元）	0.59	0.37	0.55	0.94	1.38

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	87	22	42	110	176
净利润	76	50	74	128	187
折旧摊销	24	48	65	67	66
营运资金变动	-15	-90	-114	-97	-84
其它	3	13	16	12	7
投资活动现金流	-526	-99	-133	-147	-160
资本支出	-88	-108	-119	-134	-149
投资变动	-439	1	-10	-10	-10
其他	1	8	-4	-2	-1
筹资活动现金流	-80	-139	-19	-33	-48
银行借款	6	-6	0	0	0
股权融资	3	1	0	0	0
其他	-90	-133	-19	-33	-48
现金净增加额	-519	-216	-110	-69	-32
期初现金余额	1,471	952	736	626	556
期末现金余额	952	736	626	556	524

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	5.5%	32.0%	30.0%	23.4%	17.8%
营业利润	-38.6%	-43.4%	67.1%	75.0%	47.8%
归母净利润	-37.3%	-37.4%	49.0%	71.9%	46.4%
获利能力					
毛利率	72.9%	72.2%	70.7%	70.5%	70.5%
净利率	21.1%	10.5%	12.1%	16.8%	20.9%
ROE	3.5%	2.3%	3.3%	5.5%	7.6%
ROIC	2.4%	0.9%	2.7%	5.3%	7.7%
偿债能力					
资产负债率	7.7%	12.5%	14.9%	16.5%	17.5%
净负债比率	8.3%	14.3%	17.5%	19.8%	21.2%
流动比率	15.03	7.19	5.61	4.80	4.36
速动比率	14.47	6.05	4.55	3.76	3.30
营运能力					
总资产周转率	0.18	0.22	0.27	0.32	0.35
应收账款周转率	1.10	1.21	1.24	1.31	1.39
存货周转率	2.21	1.47	1.18	1.16	1.15
每股指标（元）					
每股收益	0.59	0.37	0.55	0.94	1.38
每股经营现金流	0.77	0.19	0.37	0.96	1.53
每股净资产	16.71	16.13	16.51	17.17	18.13
估值比率					
P/E	79.60	92.22	61.62	35.85	24.48
P/B	2.81	2.14	2.04	1.96	1.86
EV/EBITDA	66.41	52.53	29.19	20.26	15.30

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。