

天融信 (002212.SZ)

业绩符合预期，提质增效成效显著

核心观点：

- **行业下行致收入承压，静待行业景气度回暖。**公司发布 2024 年报及 25Q1 业绩预告，24 年营收 28.20 亿元，同比-9.73%；归母净利润 0.83 亿元，扭亏为盈；扣非归母净利润 0.54 亿元，扭亏为盈。25Q1 营收预计 3.2~3.4 亿元，24Q1 为 4.2 亿元；25Q1 归母净利润预计-6500~-7500 万元，24Q1 为-0.9 亿元。营收下滑主要系行业景气下行所致，部分行业营收实现同比增长展现出成长韧性。我们认为，随着化债持续进行、大模型技术在更多应用场景落地，以及大规模设备更新、低空经济、车路云一体化、智能驾驶等政策对网安需求边界的进一步拓宽，都将推动网安行业需求企稳回升，公司作为网安行业龙头公司有望率先受益。
- **聚焦运营效率的提升及盈利能力的修复，提质增效成效显著。**公司加强项目筛选与取舍，收入质量度持续提升。1.毛利率方面，24 年毛利率为 61.04%，较 2023 年上升 0.85pct；25Q1 毛利率较 24Q1 毛利率上升超 10pct。2.期间费用方面，24 年期间费用总计同比-10.73%，25Q1 三项费用同比减少超过 6%。
- **公司持续加码新兴安全领域布局，巩固网安龙头领先卡位优势。**公司构建了以自主可控与人工智能为核心，NGTOS、智算云和天问大模型为基石，云服务为交付形式的网格化产品体系，能够快速响应多种场景下的市场变化。在夯实传统网络安全业务的基础上，推进智算云业务，坚持技术创新，进一步增强产品核心能力与竞争性。
- **盈利预测与投资建议。**考虑到化债背景下公司回款压力渐缓以及下游客户需求逐渐回暖，预计 25-27 年 EPS 为 0.10/0.15/0.20 元/股，参考可比公司和公司历史估值，给予 25 年 75 倍 PE，合理价值约为 7.83 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**新兴安全业务开拓不及预期；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)	3124	2820	2914	3102	3395
增长率 (%)	-11.8%	-9.7%	3.3%	6.4%	9.4%
EBITDA (百万元)	372	337	503	568	647
归母净利润 (百万元)	-371	83	123	172	234
增长率 (%)	-281.1%	122.4%	48.3%	39.8%	35.7%
EPS (元/股)	-0.33	0.07	0.10	0.15	0.20
市盈率 (P/E)	-	87.99	70.79	50.63	37.32
ROE (%)	-3.9%	0.9%	1.3%	1.8%	2.4%
EV/EBITDA	28.96	20.92	15.43	13.33	11.42

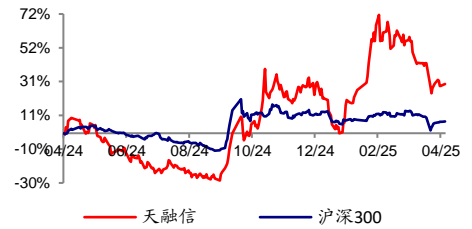
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	7.39 元
合理价值	7.83 元
前次评级	买入
报告日期	2025-04-21

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：

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：

天融信 (002212.SZ) :业绩 2024-10-28
符合预期，经营质量持续改善

目录索引

一、2024 年报及 25Q1 业绩预告分析.....	4
(一) 主要财务数据分析	4
(二) 简评	6
二、盈利预测与投资建议.....	7
(一) 盈利预测.....	7
(二) 估值	8
三、风险提示	9
(一) 新兴安全业务开拓不及预期.....	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: 天融信 PE-BAND (单位: 元/股)	9
表 1: 年度财务关键数据 (单位: 百万元)	5
表 2: 季度财务关键数据 (单位: 百万元)	5
表 3: 天融信收入拆分	8
表 4: 可比公司估值	9

一、2024 年报及 25Q1 业绩预告分析

1. **24年业绩：**营收28.20亿元，同比-9.73%；归母净利润0.83亿元，扭亏为盈；扣非归母净利润0.54亿元，扭亏为盈。报告期内，虽然宏观经济波动仍对部分行业市场造成一定影响，但受益于公司长期坚定的创新布局、稳中释放的营销韧性及持续推进的提质增效战略，净利润方面，公司聚焦运营效率的提升及盈利能力的修复，实现扭亏为盈。
2. **24Q4业绩：**营收12.38亿元，同比-16.15%；归母净利润2.52亿元，扭亏为盈；扣非归母净利润2.39亿元，扭亏为盈。
3. **25Q1业绩预告：**25Q1营收3.2~3.4亿元，24Q1为4.2亿元；25Q1归母净利润为-6500~-7500万元，24Q1为-8931万元；25Q1扣非归母净利润为-7300~-8300万元，24Q1为-9484万元。受宏观经济增速放缓等多种因素影响，网络安全行业短期需求继续承压，加之2024年底传统旺季成色不足，结转订单减少，使25Q1营业收入受到影响。公司发挥自身竞争优势，优化市场竞争策略，加强项目筛选与取舍，收入质量在上年度好转的基础上继续得到较大幅度的提升，25Q1毛利率较24Q1毛利率上升超10pct。公司持续加强管理，强化费用管控，三项费用同比减少超过6%，公司继续推进提质增效战略，报告期归属于上市公司股东的净利润与扣除非经常性损益后的净利润同比分别实现减亏。

（一）主要财务数据分析

1. 2024年营收分业务看

- (1) 网络安全业务25.5亿元，同比-11.49%；
 - (2) 云计算业务2.56亿元，同比+10.09%。
2. 公司24年毛利率为61.04%，较2023年上升0.85pct。
 3. **2024年公司销售费用**9.30亿元，同比+1.18%，销售费用率33.0%（+3.6pct）；**管理费用**1.28亿元，同比-40.95%，管理费用率4.5%（-2.5pct），主要系加强和提升管理效率，及股份支付费用减少所致；**研发费用**6.42亿元，同比-16.42%，研发费用率22.8%（-1.8pct），主要系研发投入布局基本完成，研发费用支出减少所致；**财务费用**-0.02亿元，同比-224.09%，财务费用率-0.1%（-0.2pct），主要系报告期租赁负债融资费用摊销同比减少及未发生借款业务借款利息同比减少所致。
 4. 截至2024年底，公司员工数为5296人，较2023年底减少857人，同比-13.93%。2024年公司人均创收53.26万元（同比+4.88%）；人均创利1.57万元。
 5. 2024年，经营现金流净额为2.59亿元，同比-49.95%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为28.62亿元，同比-20.96%；支付给职工以及为职工支付的现金10.98亿元，同比-18.26%；合同负债为1.45亿元，同比-25.79%。

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	5,704.17	3,351.57	3,543.00	3,124.49	2,820.49
营业成本	3,572.79	1,360.45	1,427.19	1,243.97	1,099.00
销售费用	612.23	718.84	811.95	918.89	929.75
管理费用	338.94	337.33	322.20	217.22	128.27
研发费用	613.99	802.71	820.58	768.48	642.28
财务费用	16.29	-7.89	-1.36	1.89	-2.35
投资净收益	-21.19	16.67	23.28	-8.63	-5.89
营业利润	578.51	279.99	244.97	-392.79	11.82
归母净利润	400.11	230.00	205.09	-371.40	83.01
扣非净利润	447.03	153.92	153.70	-417.02	53.95
主要比率					
毛利率	37.37%	59.41%	59.72%	60.19%	61.04%
销售费用率	10.73%	21.45%	22.92%	29.41%	32.96%
管理费用率	5.94%	10.06%	9.09%	6.95%	4.55%
研发费用率	10.76%	23.95%	23.16%	24.60%	22.77%
营业利润率	10.14%	8.35%	6.91%	-12.57%	0.42%
归母净利率	7.01%	6.86%	5.79%	-11.89%	2.94%
YOY					
营业收入	-19.56%	-41.24%	5.71%	-11.81%	-9.73%
归母净利润	-0.21%	-42.52%	-10.83%	-281.09%	122.35%
扣非净利润	42.58%	-65.57%	-0.14%	-371.32%	112.94%

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	643.53	1,476.41	421.97	451.26	709.22	1,238.04
营业成本	173.55	622.82	176.66	143.78	249.86	528.69
销售费用	224.67	275.62	221.33	237.94	206.89	263.59
管理费用	72.08	3.31	51.28	47.09	63.81	-33.91
研发费用	208.98	183.26	161.07	193.34	183.72	104.16
财务费用	1.87	1.35	-2.32	-1.13	0.42	0.68
投资净收益	-0.33	-0.17	-4.20	-1.12	-0.96	0.39
营业利润	-30.35	-69.75	-149.60	-155.71	7.66	309.46
归母公司净利润	-36.22	-123.08	-89.31	-116.45	36.49	252.29
扣非净利润	-41.28	-153.28	-94.84	-121.32	31.40	238.70
主要比率						
毛利率	73.03%	57.82%	58.13%	68.14%	64.77%	57.30%
销售费用率	34.91%	18.67%	52.45%	52.73%	29.17%	21.29%
管理费用率	11.20%	0.22%	12.15%	10.43%	9.00%	-2.74%
研发费用率	32.47%	12.41%	38.17%	42.84%	25.90%	8.41%
营业利润率	-4.72%	-4.72%	-35.45%	-34.50%	1.08%	25.00%
归母净利率	-5.63%	-8.34%	-21.17%	-25.81%	5.14%	20.38%

YoY						
营业收入	10.32%	-29.01%	-9.93%	-15.82%	10.21%	-16.15%
归母净利润	83.09%	-119.70%	2.12%	3.63%	200.73%	304.97%
扣非净利润	81.16%	-125.07%	2.05%	3.45%	176.08%	255.73%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(二) 简评

1. 受行业景气度下行影响营收承压

报告期内,受行业景气度下行影响营收承压,公司实现营业收入同比-9.73%,但受益于在能源、水利、交通、气象、应急、医疗等民生类行业加强国家重大战略实施和重点领域安全能力建设的政策,公司来自能源行业的营收同比+22.86%、来自卫生行业的营收同比+17.90%。

我们认为,随着化债持续进行、大模型技术在更多应用场景落地,以及大规模设备更新、低空经济、车路云一体化、智能驾驶等政策对网安需求边界的进一步拓宽,都将推动网安行业需求企稳回升,公司作为网安行业龙头公司有望率先受益。

2. 聚焦运营效率的提升及盈利能力的修复,提质增效成效显著

公司24年毛利率为61.04%,较2023年上升0.85pct。24年公司归母净利润8301万元,23年同期为-3.71亿元,实现扭亏为盈。主要得益于:

- (1) 持续推进提质增效战略,收入质量提升,毛利率同比增长0.85pct;
- (2) 公司控费有效,期间费用总计同比-10.73%,其中公司在新方向和新技术的前期布局基本完成,研发费用同比-16.42%,管理费用同比-40.95%。

3. 具有坚实完备的平台能力,能够快速响应市场需求

公司构建了以自主可控与人工智能为核心,NGTOS、智算云和天问大模型为基石,云服务为交付形式的网格化产品体系,能够快速响应多种场景下的市场变化。

- (1) **公司基础硬件平台**基于安全应用场景设计,适配公司各产品,且硬件平台能力持续升级,公司已推出CPU+GPU异构的硬件平台,支持国内外主流GPU,为安全大模型及智算云平台提供资源支撑。
- (2) **NGTOS是高性能多核并行架构的基础软件平台**,现已内置AI助手产品小天,赋能公司全线产品,具备安全知识智能问答、威胁情报深度分析和安全运营高效研判能力。
- (3) **天问大模型平台**集智能安全问答、安全知识库、安全威胁情报、安全智能体、安全工具、网络安全垂域推理模型等一体化平台,态势感知和安全管理平台联动天问大模型,实现基于自然语言的人机对话、逻辑推理以及命令执行等能力。
- (4) **智算云平台**围绕大模型应用全生命周期,提供异构算力管理、模型和数据管理、模型训练/推理/评测/量化过程管理、知识库管理、智能体开发平台及大模型安全防护等能力。(资料来源:24年年报)

3. 夯实网络安全业务,推进智算云业务,坚持技术创新,进一步增强产品核心能力与竞争性

- (1) **AI+安全:** 公司天问大模型已完成与DeepSeek-R1对接, 产品小天上7个安全智能体全面集成DeepSeek能力, 推动AI在网络安全领域提质增效, 降低公司运营成本。在大模型安全防护方面, 公司融合专项防护与基础安全技术, 构建起纵深防御体系, 实现覆盖大模型全生命周期的体系化安全防护。
- (2) **云安全:** 公司以云安全资源池平台为核心, 融入AI技术, 构建“一个安全运营中心+六层安全防护”的全栈云原生安全防护体系, 将安全能力原子化、云原生化、服务化和SaaS化, 为多云环境提供统一的云内业务安全防护与多样化的安全云服务能力, 全面监控和保护云环境, 确保数据与业务安全, 构建云网安全新防线。
- (3) **数据安全:** 公司积极开展“AI+数据安全”研发, 持续提升数据安全产品技术能力, 报告期内研发了基于大模型的数据库审计与防护、网络数据防泄漏、数据分类分级等产品, 同时将专家知识、AI智能体嵌入到公司全线数据安全产品。
- (4) **新质安全:** 在工业互联网安全方面, 推动工业安全智能体、AI安全助手在工业企业的应用实践, 工控防火墙新版本增强了工业协议细粒度解析控制能力, 工控安全检查工具箱新产品多维度帮助客户快速评估工业控制系统网络安全风险。在车联网安全方面, 发布车载防火墙、自动驾驶域控安全、车路云一体化安全合规检测平台等新产品及新版本, 推动智能网联汽车多种类型场景应用落地。在物联网安全方面, 发布物联网安全接入网关新版本。
- (5) **智算云:** 超融合方面, 公司完成超融合国产化与块存储性能双维度升级, 在国产化层面, 平台通过深度适配飞腾/鲲鹏架构, 实现虚拟机密度提升, 同时优化存储引擎算法, 为大规模虚拟化集群提供更稳定的底层支撑。桌面云方面, 公司持续优化桌面云产品通过多维度优化提升用户体验与管理效率, 系统内核引入进程优先级动态调节机制, 实现计算资源智能分配与应用性能自动优化。智算云平台方面, 目前已完成能力升级, 可进行异构算力资源池统一管理与调度, 支持容器编排, 平台内置模型仓库与数据集管理模块, 集成预训练、监督微调、推理评测等全流程任务管理能力, 支持智能体开发, 同时新增多云接入管理。
(资料来源: 24年年报)

二、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

1. 收入及毛利率预测

- (1) **网络安全业务:** 考虑到化债持续进行、大模型技术在更多应用场景落地, 以及大规模设备更新、低空经济、车路云一体化、智能驾驶等政策对网安需求边界的进一步拓宽, 都将推动网安行业需求企稳回升, 公司作为网安龙头公司之一, 营收亦有望逐渐回暖, 我们预计该业务25-27年收入分别为26.01/27.31/29.50亿元, 同比+2%/+5%/+8%。毛利率方面, 随着行业景气度回升叠加内部提质增效成效渐显, 预计25-27年毛利率分别为63.5%/64.1%/64.7%。

- (2) **云计算业务**：随着大模型技术在更多应用场景落地以及企业上云持续推进，我们预计该业务25-27年收入分别为2.94/3.47/4.16亿元，同比+15%/+18%/+20%。毛利率方面，预计25-27年毛利率分别为42.0%/41.5%/40.6%。

表 3：天融信收入拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）					
网络安全	2881	2550	2601	2731	2950
云计算	232	256	294	347	416
其他业务	11	15	19	24	28
营收增速（%）					
网络安全		-11%	2%	5%	8%
云计算		10%	15%	18%	20%
其他业务		35%	30%	25%	20%
毛利率（%）					
网络安全	61.42%	62.95%	63.50%	64.10%	64.70%
云计算	45.33%	42.40%	42.00%	41.50%	40.60%
其他业务	52.13%	53.76%	54.70%	55.10%	55.60%

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**：24年公司销售费用1.18%，随着公司持续加强销售体系的建设，我们预计2025-2027年的销售费用分别同比+0.3%/+5.4%/+7.7%，销售费用率分别为32.0%/31.7%/31.2%。
- (2) **管理费用**：24年公司管理费用同比下降41%主要系加强和提升管理效率，及股份支付费用减少所致，行政管理人员自22年开始已连续3年下降，随着公司行政相关人员逐渐趋于稳定，预计25-27年管理费用分别同比-4.6%/+3.9%/+6.8%，管理费用率分别为4.2%/4.1%/4.0%。
- (3) **研发费用**：24年公司研发费用同比下降16%，主要系研发投入布局基本完成，研发费用支出减少所致，随着公司新产品研发逐渐进入稳定期，预计25-27年研发费用同比-7.0%/+5.4%/+7.8%，研发费用率分别为20.5%/20.3%/20.0%。

综上，我们预计公司25-27年营收分别为29.14/31.02/33.95亿元，同比+3.3%/+6.4%/+9.4%；归母净利润分别为1.23/1.72/2.34亿元，同比+48.3%/+39.8%/+35.7%。

（二）估值

考虑到化债背景下公司回款压力渐缓以及下游客户需求逐渐回暖，预计25-27年EPS为0.10/0.15/0.20元/股，参考可比公司和公司历史估值，给予25年75倍PE，合理价值约为7.83元/股，维持“买入”评级。

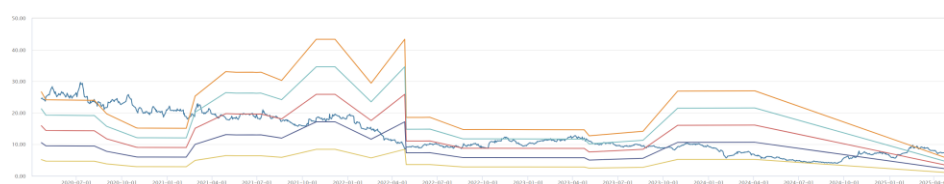
表 4: 可比公司估值

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		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
国投智能	300188.SZ	网安公司	113	-4.15	0.35	1.36	-	323.9	83.4
奇安信	688561.SH	网安公司	203	-13.63	2.46	3.74	-	82.5	54.2
深信服	300454.SZ	网安公司	380	1.97	3.86	5.49	193.1	98.5	69.3

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 国投智能、奇安信、深信服盈利预测来自 Wind 一致预测。收盘日期为 2025 年 4 月 21 日

图 1: 天融信PE-BAND (单位: 元/股)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、风险提示

(一) 新兴安全业务开拓不及预期

虽然数据安全、云安全快速发展,但各家厂商跟进迅速,竞争加剧,公司新型安全业务存在开拓不及预期的风险。

(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,则公司新产品推广可能不及预期。

(三) 行业政策落地不及预期

近年来网络安全相关政策持续发布推动网安行业稳健增长,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	4,115	3,877	4,048	4,264	4,564
货币资金	957	666	1,071	1,262	1,439
应收及预付	2,504	2,618	2,374	2,372	2,449
存货	463	406	412	429	461
其他流动资产	191	188	190	200	215
非流动资产	7,108	7,169	7,077	6,988	6,891
长期股权投资	502	485	469	454	440
固定资产	422	392	361	330	298
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	961	994	976	961	941
其他长期资产	5,223	5,298	5,272	5,243	5,212
资产总计	11,224	11,046	11,125	11,252	11,455
流动负债	1,625	1,536	1,557	1,603	1,696
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	871	907	922	939	983
其他流动负债	754	629	635	664	713
非流动负债	149	112	112	112	112
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	149	112	112	112	112
负债合计	1,775	1,648	1,669	1,715	1,808
股本	1,185	1,179	1,179	1,179	1,179
资本公积	6,461	6,350	6,350	6,350	6,350
留存收益	2,572	2,634	2,692	2,772	2,881
归属母公司股东权益	9,447	9,393	9,451	9,531	9,641
少数股东权益	2	4	5	5	6
负债和股东权益	11,224	11,046	11,125	11,252	11,455

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3124	2820	2914	3102	3395
营业成本	1244	1099	1129	1194	1301
营业税金及附加	29	25	26	27	30
销售费用	919	930	933	983	1059
管理费用	217	128	122	127	136
研发费用	768	642	597	630	679
财务费用	2	-2	-7	-11	-13
资产减值损失	-450	-5	-5	-4	-4
公允价值变动收益	11	13	0	0	0
投资净收益	-9	-6	15	16	17
营业利润	-393	12	133	184	249
营业外收支	0	-2	-2	-2	-1
利润总额	-393	9	131	183	248
所得税	-21	-74	7	10	13
净利润	-371	83	124	173	234
少数股东损益	0	0	0	1	1
归属母公司净利润	-371	83	123	172	234
EBITDA	372	337	503	568	647
EPS (元)	-0.33	0.07	0.10	0.15	0.20

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	517	259	746	575	601
净利润	-371	83	124	173	234
折旧摊销	320	336	379	396	412
营运资金变动	71	-221	170	-55	-99
其它	497	61	74	61	53
投资活动现金流	-361	-370	-275	-293	-300
资本支出	-347	-381	-290	-309	-317
投资变动	-17	10	6	5	4
其他	3	1	10	11	13
筹资活动现金流	-135	-148	-66	-92	-124
银行借款	-105	0	0	0	0
股权融资	0	2	0	0	0
其他	-30	-150	-66	-92	-124
现金净增加额	21	-260	406	191	177
期初现金余额	883	904	644	1,050	1,241
期末现金余额	904	644	1,050	1,241	1,417

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-11.8%	-9.7%	3.3%	6.4%	9.4%
营业利润	-260.3%	103.0%	1,022.6	38.7%	35.1%
归母净利润	-281.1%	122.4%	48.3%	39.8%	35.7%
获利能力					
毛利率	60.2%	61.0%	61.3%	61.5%	61.7%
净利率	-11.9%	3.0%	4.2%	5.6%	6.9%
ROE	-3.9%	0.9%	1.3%	1.8%	2.4%
ROIC	0.5%	0.2%	1.2%	1.7%	2.3%
偿债能力					
资产负债率	15.8%	14.9%	15.0%	15.2%	15.8%
净负债比率	18.8%	17.5%	17.7%	18.0%	18.7%
流动比率	2.53	2.52	2.60	2.66	2.69
速动比率	2.14	2.17	2.25	2.30	2.33
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.25	0.26	0.28	0.30
应收账款周转率	1.20	1.12	1.18	1.32	1.42
存货周转率	2.40	2.53	2.76	2.84	2.92
每股指标 (元)					
每股收益	-0.33	0.07	0.10	0.15	0.20
每股经营现金流	0.44	0.22	0.63	0.49	0.51
每股净资产	7.97	7.96	8.01	8.08	8.17
估值比率					
P/E	-	87.99	70.79	50.63	37.32
P/B	1.23	0.81	0.92	0.91	0.90
EV/EBITDA	28.96	20.92	15.43	13.33	11.42

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。